仅供内部参考，请勿外传！

东航物流（601156.SH）

翼起东方，乘势而上

民航混改第一股，打造领先的现代综合物流企业。东航物流成立于上海，经过整合、混改以及业务升级，致力于打造全球领先的综合物流企业。凭借全货机+客机腹舱+外采运力的履约保障，公司在跨境电商与高附加值空运需求崛起的背景下把握机遇快速发展，展现出稳定的盈利能力与突出的成长潜力，1H26 公司实现营业总收入 142.5 亿元/同比+26.6%，实现归母净利润 14.2 亿元/同比+10.1%，2023-2025 年平均 ROE 达 16.0%。基于航空速运业务稳健发展，公司积极尝试业务转型以打造新质增长引擎，1H26 年综合物流解决方案业务占比达 42.35%，其中产地直达业务实现主营业务收入 25.8 亿元/同比增长 30.2%。

中国航司空运份额提升，高附加值货物为增长引擎。根据 Boeing，2026-2045 年全球航空货运需求 CAGR 预计达 3.7%，东亚地区航空货运需求增速有望保持行业领先。随着中国品牌和制造企业全球化布局加深，跨境电商、高端制造及科技出海步伐加快，截至 2025 年中国航司承运国际货邮运输市场份额提升至 44.6%，成为重要力量。根据 IATA，2025 年约 71.5%的 AI 相关贸易货值以上由航空货运承担，存储芯片等关键组件几乎全部通过空运运输。根据弗若斯特沙利文，2025-2030 全球半导体行业 CAGR 为 9.8%，AI 发展方兴未艾，支撑空运需求增长。此外，我国航空货运约 60%-70%的货源来自跨境电商，尽管欧美跨境电商市场受政策影响转入存量深耕，但新兴市场仍有增长潜力，跨境电商整体景气支撑我国航空货运基本需求趋势上行。

“天网+地网”构筑资源壁垒，商业模式升级积累先发优势。东航物流深耕上海，尽享腹地经济发展与出口高景气红利，体现为更大的业务规模与更高的航空速运毛利。公司积极扩充全货机规模支撑运力体系建设，截至 1H26，公司形成“20（全货机）+833（客机腹舱）+N（外采运力）”的运力体系，物流服务网络辐射全球 145 个国家和地区 945 个目的地，形成了通达性领先的全球航空货运“天网”。以上海为核心，打造覆盖全国“地网”：截至 2025 年末公司在全国运营 17 个自营货站；2020-2024 年，公司在上海货站货邮处理量中所占份额稳定于 50%以上，业务壁垒深厚。公司率先完成商业模式升级，综合物流服务开拓取得先发优势。

盈利预测与投资建议：东航物流是我国领先的综合物流企业，全货机规模处行业领先。高附加值货物运输需求增长及跨境电商整体景气，支撑航空速运业务持续发展；公司积极探索综合物流服务，有望凭借上海区位优势以及“天网+地网”的资源禀赋优势夯实“第二成长曲线”；地缘扰动推高空运运价，空运产业顺价通畅，公司直接受益。综上所述，我们预计公司 2026-2028 年主营业务收入分别为 305/339/367 亿元，同比增速+25.8%/+11.3%/+8.2%；归母净利润分别为 30/34/37 亿元，同比增速+11.1%/+12.7%/+9.6%，归母净利率 9.8%/9.9%/10.0%；EPS 分别为 1.9/2.1/2.3 元/股，给予公司 2027 年目标 P/E 11x，结合公司 2027 年 EPS 预测 2.1 元/股，对应合理估值 23.32 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；跨境电商免税政策变化；航空货运运价周期波动风险；油价大幅上涨风险；客机腹舱独家经营协议定价风险；人民币大幅贬值风险；测算误差风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	24,056	24,264	30,494	33,942	36,736
增长率 yoy（%）	16.7	0.9	25.7	11.3	8.2
归母净利润（百万元）	2,688	2,688	2,986	3,365	3,689
增长率 yoy（%）	8.0	0.0	11.1	12.7	9.6
EPS 最新摊薄（元/股）	1.69	1.69	1.88	2.12	2.32
净资产收益率（%）	15.3	13.6	13.9	14.3	14.3
P/E（倍）	11.2	11.2	10.1	8.9	8.1
P/B（倍）	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2

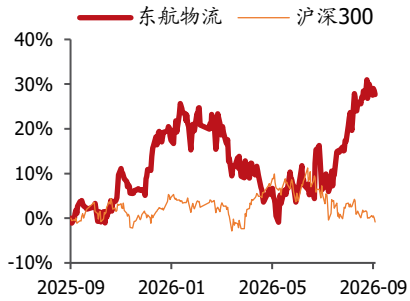
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 11 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	物流
09 月 11 日收盘价（元）	18.90
总市值（百万元）	30,004.80
总股本（百万股）	1,587.56
其中自由流通股（%）	59.50
30 日日均成交量（百万股）	9.48

股价走势



作者

分析师　罗月江

执业证书编号：S0680525030001

邮箱：luoyuejiang@gszq.com

分析师　姚云川

执业证书编号：S0680525120003

邮箱：yaoyunchuan@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9755	10924	12986	14618	16484
现金	6753	8069	9405	10645	12192
应收票据及应收账款	1966	1983	2492	2773	3002
其他应收款	286	300	377	420	455
预付账款	443	466	600	665	719
存货	25	19	24	26	29
其他流动资产	283	88	88	88	88
非流动资产	16516	20832	22121	23210	24265
长期投资	381	373	373	373	373
固定资产	8387	9717	11674	13392	15079
无形资产	355	336	349	360	368
其他非流动资产	7394	10405	9724	9085	8445
资产总计	26271	31756	35107	37827	40749
流动负债	3290	5121	6288	6505	6686
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1323	2052	2498	2716	2897
其他流动负债	1968	3069	3790	3790	3790
非流动负债	3595	4612	4600	4600	4600
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3595	4612	4600	4600	4600
负债合计	6886	9733	10888	11105	11286
少数股东权益	1875	2275	2705	3198	3735
股本	1588	1588	1588	1588	1588
资本公积	3663	3663	3663	3663	3663
留存收益	12381	14612	16382	18393	20598
归属母公司股东权益	17511	19748	21513	23524	25729
负债和股东权益	26271	31756	35107	37827	40749

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3714	6202	4983	5699	6238
净利润	3064	3088	3416	3858	4225
折旧摊销	1483	1841	1709	1840	1976
财务费用	405	251	176	176	176
投资损失	9	2	0	0	0
营运资金变动	-1214	1088	-279	-175	-138
其他经营现金流	-34	-67	-39	0	0
投资活动现金流	-2681	-1887	-2960	-2929	-3031
资本支出	-2323	-1693	-2960	-2849	-2951
长期投资	-358	-196	0	0	0
其他投资现金流	0	2	0	-80	-80
筹资活动现金流	-3425	-2976	-666	-1521	-1651
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3425	-2976	-666	-1521	-1651
现金净增加额	-2479	1317	1348	1240	1547

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	24056	24264	30494	33942	36736
营业成本	19382	19502	25108	27839	30111
营业税金及附加	51	55	67	75	81
营业费用	237	289	332	387	410
管理费用	338	435	488	576	605
研发费用	52	59	70	80	86
财务费用	289	145	-26	-59	-90
资产减值损失	0	-1	0	0	0
其他收益	174	245	100	100	100
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资净收益	-9	-2	0	0	0
资产处置收益	56	61	0	0	0
营业利润	3929	4081	4555	5144	5634
营业外收入	8	7	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	3936	4086	4555	5144	5634
所得税	872	999	1139	1286	1408
净利润	3064	3088	3416	3858	4225
少数股东损益	376	399	431	493	536
归属母公司净利润	2688	2688	2986	3365	3689
EBITDA	5653	6008	6239	6925	7519
EPS（元/股）	1.69	1.69	1.88	2.12	2.32

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	16.7	0.9	25.7	11.3	8.2
营业利润(%)	4.8	3.9	11.6	12.9	9.5
归属母公司净利润(%)	8.0	0.0	11.1	12.7	9.6
获利能力					
毛利率(%)	19.4	19.6	17.7	18.0	18.0
净利率(%)	11.2	11.1	9.8	9.9	10.0
ROE(%)	15.3	13.6	13.9	14.3	14.3
ROIC(%)	13.9	11.2	11.0	11.4	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	26.2	30.6	31.0	29.4	27.7
净负债比率(%)	-14.0	-9.5	-11.2	-14.8	-18.7
流动比率	3.0	2.1	2.1	2.2	2.5
速动比率	2.7	2.0	2.0	2.1	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	13.0	12.3	13.6	12.9	12.7
应付账款周转率	12.3	13.6	14.1	13.2	13.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.69	1.69	1.88	2.12	2.32
每股经营现金流(最新摊薄)	2.34	3.91	3.14	3.59	3.93
每股净资产(最新摊薄)	11.03	12.44	13.55	14.82	16.21
估值比率					
P/E	11.2	11.2	10.1	8.9	8.1
P/B	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.3	4.5	4.4	3.8	3.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 11 日收盘价

内容目录

1. 东航物流：民航混改第一股，领先的现代综合物流企业 5
1.1 发展历程：历经变革，打造“天地合一”的现代综合物流服务企业 5
1.2 股权结构：股权稳定集中，产业协同潜力足 6
1.3 业务结构：运力、枢纽与场景三维协同 6
1.4 财务概况：盈利稳健，资本结构持续优化 10
2. 航空货运：中国航司份额提升，高附加值货物为增长引擎 13
2.1 需求：行业稳增下中国航司份额扩张，AI 货物提供需求弹性 14
2.1.1 高附加值货物：运输需求持续增长 15
2.1.2 跨境电商：成熟市场深耕存量，新兴市场仍存潜力，支撑空运基本需求 17
2.2 供给：我国货机持续补充，整体仍处偏低水平 19
2.3 供需差：预计 2026-2028 年供给增速小于需求增速 20
3. 核心竞争力：立足长三角，构筑“天网＋地网”资源壁垒，积累商业模式升级先发优势 22
3.1 区位优势：上海腹地分享经济发展红利与进出口高景气 22
3.2 “天网＋地网”资源独占，通达性辐射全球 24
3.2.1 天网：全货机+东航客机腹舱，通达性辐射全球 24
3.2.2 地网：服务模式独特，上海两场市占率领先 25
3.3 单一 B777F 机队经济性凸显，服务升级积累先发优势 27
3.3.1 规模领先的 B777F 全货机机队，经济性推动效益改善 27
3.3.2 率先完成商业模式升级，高附加值赛道积累先发优势 28
3.3.3 先发优势沉淀客户资源，增强业务粘性 28
4. 盈利预测与估值 30
风险提示 32

图表目录

图表 1：东航物流发展沿革 5
图表 2：东航物流股权结构图（截至 2026 年 7 月） 6
图表 3：东航物流主营业务收入及增速（亿元，%） 7
图表 4：东航物流主营业务收入结构（%） 7
图表 5：东航物流航空速运业务收入及增速（亿元，%） 7
图表 6：东航物流货邮运输总周转量及增速（亿吨公里，%） 7
图表 7：东航物流航空速运业务单位收入（元/吨公里） 8
图表 8：上海浦东出口空运指数 8
图表 9：全货机日利用率（小时） 8
图表 10：全货机载运率（%） 8
图表 11：东航物流地面综合服务收入及增速（%/亿元） 9
图表 12：东航物流地面综合服务货邮处理量及增速（万吨，%） 9
图表 13：东航物流综合物流解决方案业务拆解 9
图表 14：东航物流综合物流解决方案收入及增速（亿元，%） 10
图表 15：东航物流综合物流解决方案各版块收入（亿元） 10
图表 16：东航物流综合物流解决方案各业务货量（吨） 10
图表 17：东航物流综合物流解决方案各版块单位收入（万元/吨） 10
图表 18：东航物流营业收入及增速（2020 年-1H26，亿元，%） 11
图表 19：东航物流毛利润及毛利率（2020 年-1H26，亿元，%） 11
图表 20：东航物流期间费用率（%） 11
图表 21：东航物流归母净利润及归母净利率（亿元，%） 11
图表 22：东航物流杜邦分析 11
图表 23：东航物流 ROE（%） 12
图表 24：东航物流资产负债率（%） 12
图表 25：航空物流价值链条 13
图表 26：2018 年-2025 年中国航司承运国际航线货邮情况（万吨，%） 14

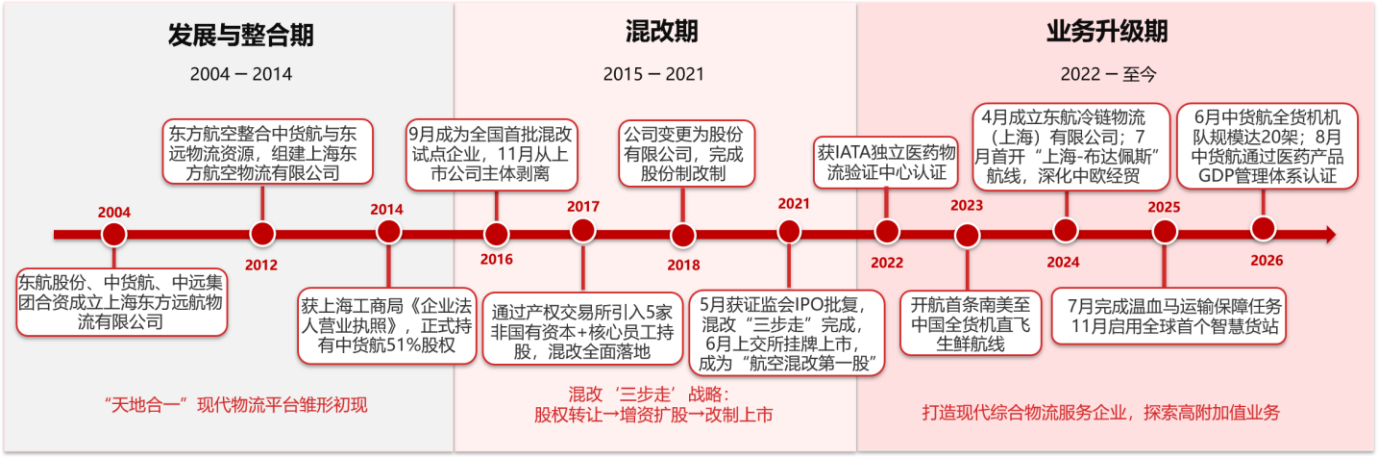
图表 27: 航空货运货邮总运输量份额（%）.....14
图表 28: 2024-2026E 各地区货运增长率（%）.....14
图表 29: 全球航空货运市场需求 CAGR 预测（2026-2045 年，%）.....14
图表 30: 中国出口国家/地区金额结构（%）.....15
图表 31: 2023-2025 年中国跨境航空货运出口分区域货量占比情况（%）.....15
图表 32: 中国跨境航空货运出口分品类（%）.....15
图表 33: AI 相关商品贸易规模（2010-2025 年，亿美元）.....16
图表 34: 采用航空运输的 AI 相关贸易价值占比（2015-2025 年，占样本总量的百分比）.....16
图表 35: 2020-2030 年全球 DRAM 市场规模及增速（亿美元，%）.....16
图表 36: 按收入计的全球半导体市场规模（2021-2030E，亿美元，%）.....16
图表 37: 中国集成电路出口金额及增速（亿美元，%）.....17
图表 38: 中国机电产品出口金额及增速（亿美元，%）.....17
图表 39: 中国跨境电商市场规模（商品进出口总额口径，2020-2029E，万亿元，%）.....17
图表 40: 中美空运市场低价值跨境电商货重占比（%）.....17
图表 41: 2025 年小包免税政策整理.....18
图表 42: 东南亚电商平台 GMV 及增速（亿美元，%）.....18
图表 43: 境外重点区域电子商务市场规模及增速（亿美元，%）.....18
图表 44: 民航货机结构及货机机队增速（架，%）.....19
图表 45: 中国、美国（预计）、欧盟货机数量及占比（2025 年，架，%）.....19
图表 46: 波音全货机交付数据（架）.....19
图表 47: 全球货机机队规模预测（架次）.....19
图表 48: 2019-2024 年全球国际航空货运运力占比（按运力组织方式，%）.....20
图表 49: 中国民航飞机数净增速度（架，%）.....20
图表 50: 全球空运运价（2025 年美元美分/CTK，%）.....20
图表 51: 中国航空货运预测供需表（2020-2028E）.....21
图表 52: 上海区位.....22
图表 53: 上海市出口规模及增速（万亿元，%）.....22
图表 54: 中国高新技术产品出口额及占比（亿美元，%）.....23
图表 55: 上海机场货邮吞吐量及结构（万吨，%）.....23
图表 56: 长三角、京津冀、珠三角进口规模（2020-2025 年，万亿元）.....23
图表 57: 东航物流产地直达解决方案货量（吨，%）.....23
图表 58: 货邮处理量对比（%）.....24
图表 59: 东航物流及国货航航空速运业务毛利率对比（%）.....24
图表 60: 三大航空货运公司机队规模及增速（架，%）.....24
图表 61: 三大货航航线网络结构（%）.....24
图表 62: 东航物流全货机航线网络.....25
图表 63: 东航物流产地直达业务模式.....25
图表 64: 三大货航运力资源对比（截至 2026 年 6 月）.....25
图表 65: 东航物流客机腹舱运力占比（%）.....25
图表 66: 三大航空货运公司地面综合服务/航空货站服务业务对比.....26
图表 67: 三大航空货运公司地面综合服务/航空货站服务毛利率对比（%）.....26
图表 68: 货邮吞吐量、货邮处理量结构及比例（万吨，%）.....26
图表 69: 地面综合服务货邮处理量及增速（万吨，%）.....27
图表 70: 地面综合服务营业收入及毛利润贡献（%）.....27
图表 71: 东航物流、国货航单位 AFTK 燃油成本（元/吨公里）.....27
图表 72: 东航物流、国货航单位 AFTK 扣油成本（元/吨公里）.....27
图表 73: 综合物流解决方案毛利润及毛利率（亿元，%）.....28
图表 74: 东航物流综合物流服务结构（%）.....28
图表 75: 东航物流产品体系图.....28
图表 76: 东航物流旗下中货航顺利通过医药产品 GDP（Good Distribution Practice）管理体系认证.....29
图表 77: 东航物流财务数据预测（亿元，%，元/股）.....31
图表 78: 东航物流可比公司估值表.....31

1. 东航物流：民航混改第一股，领先的现代综合物流企业

1.1 发展历程：历经变革，打造“天地合一”的现代综合物流服务企业

民航混改标杆，领先的现代综合物流服务企业。东航物流总部位于上海，于 2021 年 6 月在上交所挂牌上市，致力于为全球客户提供安全、高效、精准、便捷的物流服务。凭借全货机与客机腹舱的双重履约保障，公司在跨境电商与高端制造物流需求崛起的背景下把握机遇快速发展，展现出稳定的盈利能力与出色的成长潜力。公司发展历程可分为发展与整合、混改与业务升级三个阶段。

图表1：东航物流发展沿革



资料来源：国务院，国资委，东航物流招股说明书，东航物流公司官网，东航物流公众号，东航物流公司公告，国盛证券研究所

发展与整合期（2004-2014 年）：整合航空运力与地面资源，“天地合一”现代物流平台雏形初现。2004 年 8 月，东航股份、中货航及中远集团共同出资成立上海东方远航物流有限公司（下称“东远物流”）；2012 年底，东航集团开始对旗下货运资产进行深度重组，以东远物流为主体吸收整合多方资产，其中，东航集团于 2012 年 11 月批复同意东远物流受让东航股份持有的中货航 51%股权。2012 年 12 月、2013 年 7 月，公司主体先后更名“上海东方航空物流有限公司”、“东方航空物流有限公司”（下称“东航物流有限”）。2014 年 7 月，上海工商局核发《企业法人营业执照》，东航物流有限正式持有中货航 51%股权，“天地合一“的现代物流平台雏形初现。

混改期（2015-2021 年）：引入多元资本成为民航混改标杆，登陆资本市场成为公众公司。2015 年 8 月，中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，9 月国务院出台《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》；2016 年 9 月，发改委明确东航物流有限被列入国家首批领域混改试点企业；2016 年 11 月，东航物流成功从上市公司主体剥离；2017 年 6 月，东航物流有限通过产权交易所引入 5 家非国有资本并同步实现核心员工持股，混改全面落地；2018 年 12 月，公司主体变更为“股份有限公司”，完成股份制改革；2021 年 5 月，东航物流获得证监会 IPO 批复，混改“三步走”圆满完成，同年 6 月，东航物流在上交所挂牌上市，成为“航空混改第一股”。

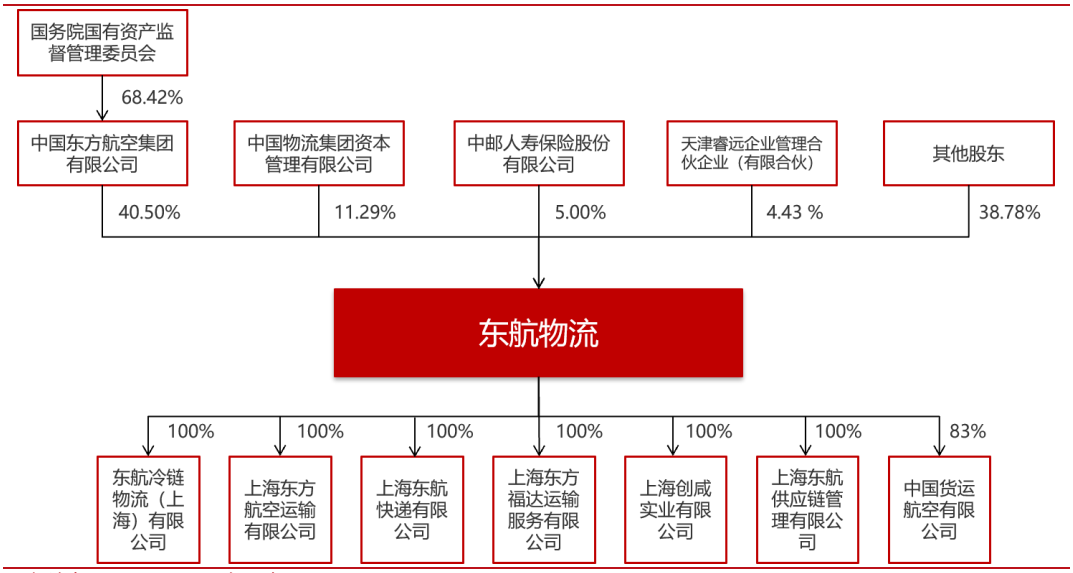
业务升级（2022 年至今）：业务升级探索，打造现代综合物流服务企业。公司积极探索高附加值业务机遇，2022 年 3 月获 IATA 独立医药物流验证中心认证；2023 年 8 月开航首条南美至中国全货机直飞生鲜航线，探索极速达模式；2024 年 4 月，正式成立东航冷链物流（上海）有限公司，引领航空冷链新质生产力发展；2024 年 7 月，首开“上海-布达佩斯”航线，举办空运产品体系推介会，深化中欧经贸合作；2025 年 7 月，完

成温血马运输保障任务，探索马匹运输新兴业务领域；2025 年 11 月，全球首个智慧货站正式启用，打造智慧物流新标杆；2026 年 6 月，中货航全货机机队规模达 20 架；2026 年 8 月，中货航顺利通过医药产品 GDP 管理体系认证，东航物流成为国内唯一同时拥有货站及航空承运人 GDP 双认证的航空物流企业。

1.2 股权结构：股权稳定集中，产业协同潜力足

股权稳定集中，财务资本退出、产业资本接力。自上市以来，东航集团（东航产投）始终保持 40.5%股权持有比例，为实际控制人。2022-2026 年，混改引进的财务投资者有序退出，中国物流资本、中邮保险等物流产业资本、保险资金成为公司的新股东，2026 年 4 月股东变更后，公司股权结构保持稳定。整体看，公司形成了“国资控股+产业协同+员工持股“的均衡股权结构，为后续业务协同与规范治理奠定基础。

图表2：东航物流股权结构图（截至 2026 年 7 月）

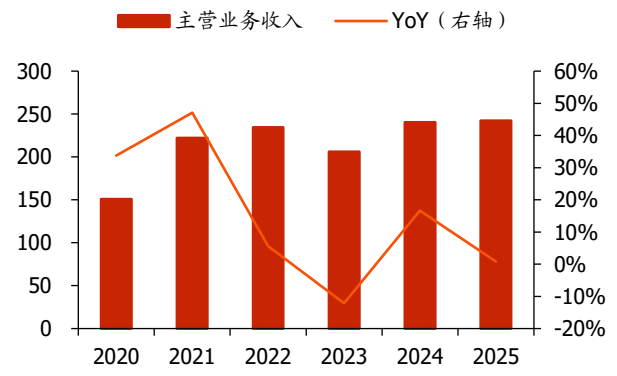


资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.3 业务结构：运力、枢纽与场景三维协同

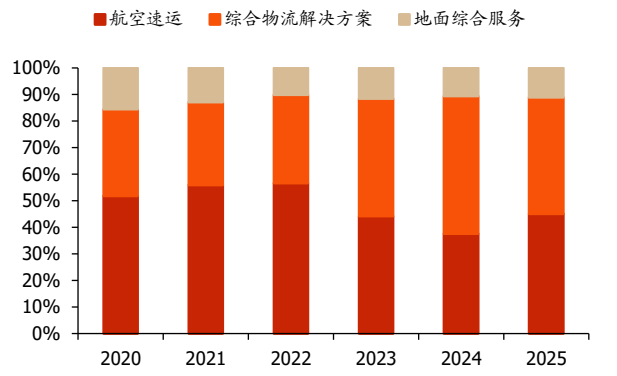
围绕航空货运“运力-枢纽-场景”开展业务，客户以企业端为主。公司业务主要包括航空速运、地面综合服务以及综合物流解决方案。其中，航空速运业务包含全货机运输、客机货运业务，地面综合服务包括货站操作、多式联运以及仓储业务，综合物流解决方案包括跨境电商解决方案、同业项目供应链、定制化物流解决方案以及产地直达解决方案业务。2022-2025 年，航空速运与综合物流解决方案业务合计占主营业务收入近 90%，是公司营收的主要支撑。东航物流不依赖末端揽收，聚焦于“干线运力”“枢纽操作”“定制化供应链”等 To B 业务。

图表3：东航物流主营业务收入及增速（亿元，%）



资料来源：东航物流公司公告，东航物流招股说明书，Wind，国盛证券研究所

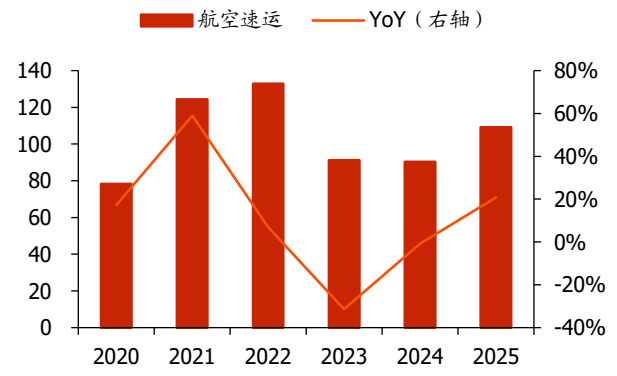
图表4：东航物流主营业务收入结构（%）



资料来源：东航物流公司公告，东航物流招股说明书，Wind，国盛证券研究所

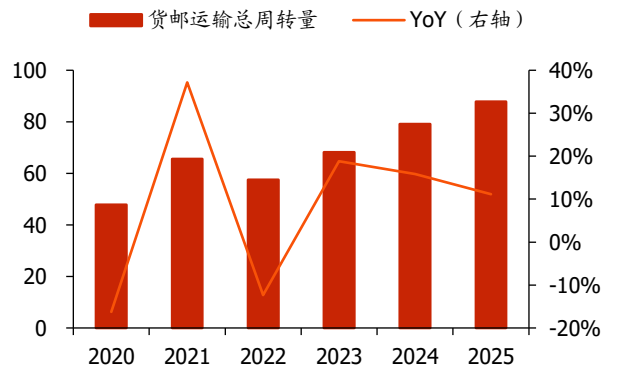
航空速运：“卖运力”，高附加值产业发展推动航空速运业务稳步成长。航空运输的运输速度快、空间跨度大、运输安全准确、不受地面限制，已逐渐成为高附加值货物运输的重要方式。公司航空速运业务主要通过全货机及客机腹舱业务两种渠道，产品体系包括快运、特种货物和普货等服务。航空速运基本定价模式为：航空运费=运价×货物重量，运价以空运货物运价表为基础并综合考虑其他因素确定。客机货运业务自 2020 年起采用独家经营方案模式，东航物流控股子公司中货航与东航股份签署《关于中国货运航空有限公司独家经营中国东方航空股份有限公司客机货运业务的协议》，客机腹舱常规运输服务价款=客机腹舱货运实际收入×（1-常规业务费率），其中常规业务费率=运营费用率+（当年东航客机腹舱货运业务收入增长率-三大航当年客机腹舱货运收入平均增长率）×50%。2025 年公司航空速运收入规模 109 亿元、同比+20.8%；2020-2025 年，航空速运业务收入 CAGR 为 6.9%，整体保持中高增速。

图表5：东航物流航空速运业务收入及增速（亿元，%）



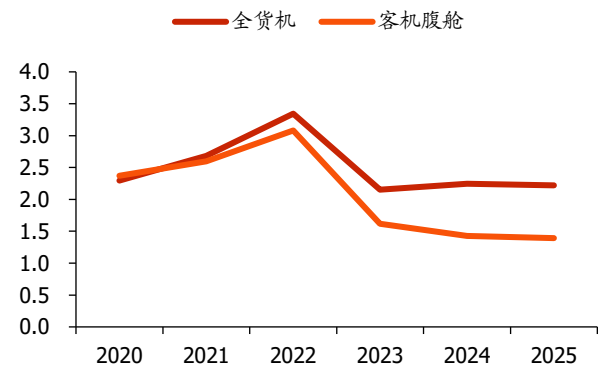
资料来源：东航物流公司公告，东航物流招股说明书，Wind，国盛证券研究所

图表6：东航物流货邮运输总周转量及增速（亿吨公里，%）



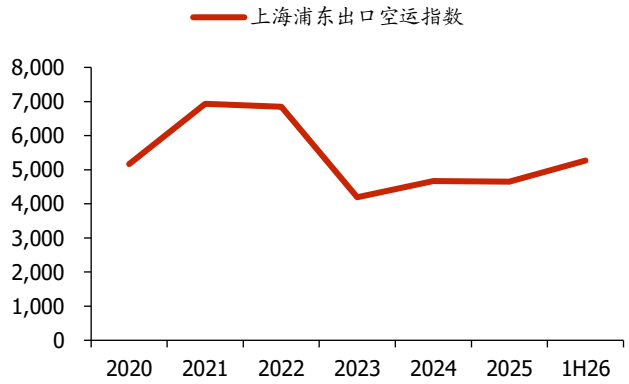
资料来源：东航物流公司公告，东航物流招股说明书，Wind，国盛证券研究所

图表7：东航物流航空速运业务单位收入（元/吨公里）



资料来源：东航物流公司公告，东航物流招股说明书，Wind，国盛证券研究所

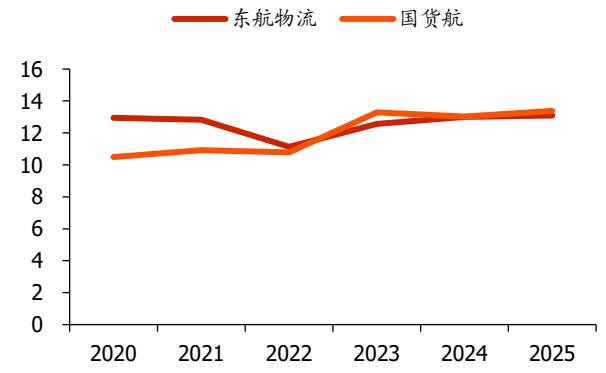
图表8：上海浦东出口空运指数



资料来源：TAC Index，国盛证券研究所

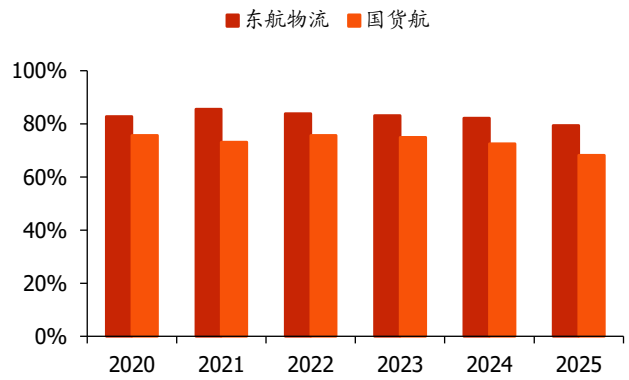
全货机经营数据保持稳定，载运率较可比公司形成优势。2020-2025 年东航物流的全货机飞机日利用率整体维持在 13 小时附近。2020-2024 年，公司全货机载运率均在 82%以上，较国货航形成显著优势，2025 年受跨境电商政策影响公司全货机载运率有所下滑，但仍高于可比公司全货机载运率 11 个百分点。整体看，公司全货机经营数据保持了较为稳定的水平。

图表9：全货机日利用率（小时）



资料来源：东航物流公司公告，东航物流招股说明书，国货航公司公告，国货航招股说明书，Wind，国盛证券研究所

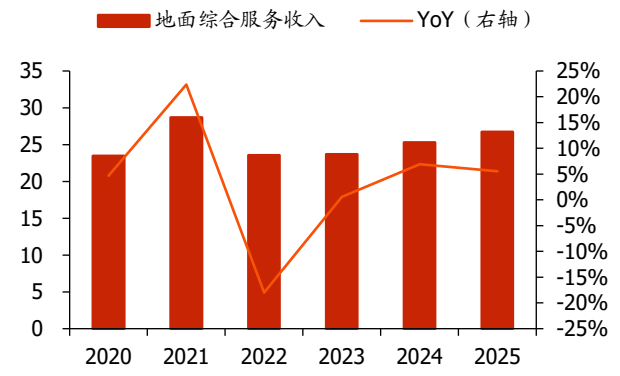
图表10：全货机载运率（%）



资料来源：东航物流公司公告，东航物流招股说明书，国货航公司公告，国货航招股说明书，Wind，国盛证券研究所

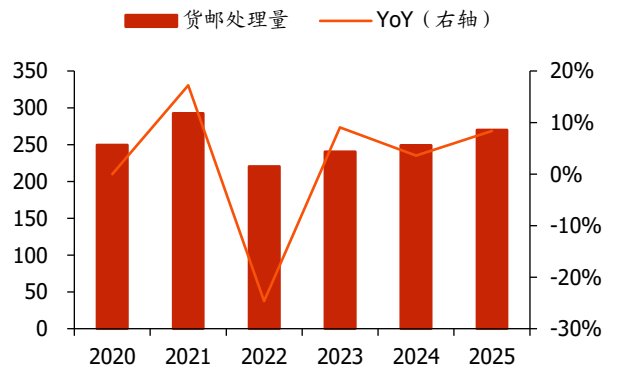
地面综合服务：收入规模稳增。公司地面综合服务主要为客户提供货站操作、多式联运和仓储服务，均采用直接向相关业务需求方进行销售的模式开展，客户主要包括航空公司及货运代理人。定价方面，货站操作业务定价模式为：进出港货站使用费=货站使用单价×货物重量；多式联运定价模式为：运输服务费=相应目的地港单价费率×运单计算总量+增值服务费；仓储业务基本定价模式为：仓库租金=仓库租赁单价×租赁面积×租赁天数。2020-2025 年，公司地面综合业务收入规模整体保持稳定、CAGR 为 2.6%，业务处理量 CAGR 为 1.6%。

图表11：东航物流地面综合服务收入及增速（亿元，%）



资料来源：东航物流公司公告，东航物流招股说明书，Wind，国盛证券研究所

图表12：东航物流地面综合服务货邮处理量及增速（万吨，%）



资料来源：东航物流公司公告，东航物流招股说明书，Wind，国盛证券研究所

综合物流解决方案：“卖方案”，业务规模呈增长趋势。公司与综合物流解决方案客户签订物流服务协议，按照客户需求为客户提供航空物流涉及的上门提货、出发港货站操作、航空干线运输、目的港货站操作、目的地配送等全链条物流服务或部分环节服务。整体来看，公司综合物流解决方案定价模式基本为与客户协商定价的形式，以业务协议约定的项目成本加总作为定价基础，并考虑多方面因素协商确定价格。

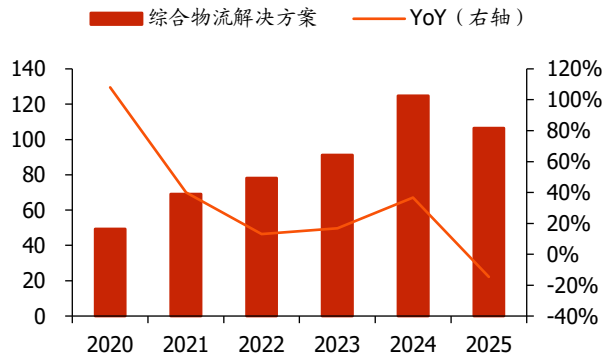
图表13：东航物流综合物流解决方案业务拆解

业务名称	业务流程	营收规模及占比(2025 年)
跨境电商解决方案	出口流程：国内操作（提货、贴面单、分拣、集包）→ 报关交运（9610报关、快件报关、装箱打板）→ 航空运输（航空直达运输 航班+卡班中转）→ 海外清关（BC包裹申报 缴纳税款）→ 海外配送（分拣 派送） 进口流程：海外仓收货（分拣 集包 贴面单）→ 信息预申报（订单 支付单 物流单）→ 国际运输（订舱 制单 交接）→ 国内清关（入库 扫描 信息核对）→ 国内派送（扫描 分拨 送达）	37.8 亿元，15.6%
产地直达解决方案	原产地 →（运送至机场、报关）→ 采购地机场 →（干线冷链）→ 国内机场 →（国内清关及报关）→ 仓储 →（定制化增值服务）→ 支线冷链 / 区域落地配送 → 客户	39.7 亿元，16.4%
同业项目供应链	询单接货（接受委托并报价 安排出运计划）→ 交货（直接货进仓库 转运进仓 勘验和审核单证）→ 航空运输（航空直飞运输 航空中转运输 卡车+航空联运）→ 目的港口（快速提货 清关）→ 海外配送（整车配送 拼车配送）	23.6 亿元，9.7%
定制化物流解决方案	上门提货 → 地面驳运 → 集货仓储 → 始发港出港操作 →（干线运输）→ 目的港出港操作 → 分拨仓储 → 地面驳运 → 上门派送	5.4 亿元，2.2%

资料来源：东航物流招股说明书，东航物流公司公告，东航物流公众号，国盛证券研究所

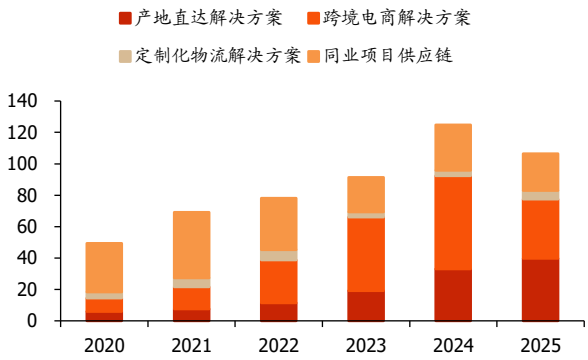
2020-2025 年，公司综合物流解决方案业务收入 CAGR 达 16.6%，保持高速增长。拆分结构来看，产地直达解决方案、跨境电商解决方案收入贡献体量较高，同业项目管理及定制化物流解决方案业务贡献稳定。从量价看，跨境电商及产地直达解决方案贡献较大货量，2020-2025 年跨境电商解决方案及定制化物流解决方案吨单价保持稳定，产地直达业务吨单价涨幅较大，从 2020 年的 4.8 万元/吨提升至 2025 年的 8.6 万元/吨，涨幅达 78.5%。

图表14：东航物流综合物流解决方案收入及增速（亿元，%）



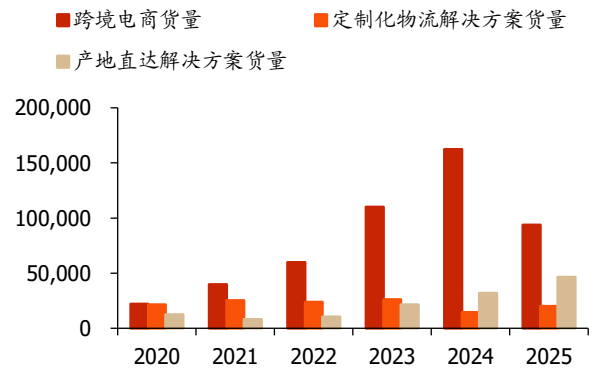
资料来源：东航物流公司公告，东航物流招股说明书，Wind，国盛证券研究所

图表15：东航物流综合物流解决方案各版块收入（亿元）



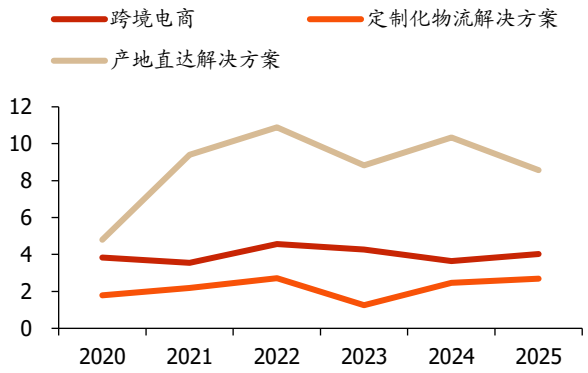
资料来源：东航物流公司公告，Wind，国盛证券研究所

图表16：东航物流综合物流解决方案各业务货量（吨）



资料来源：东航物流公司公告，Wind，国盛证券研究所

图表17：东航物流综合物流解决方案各版块单位收入（万元/吨）

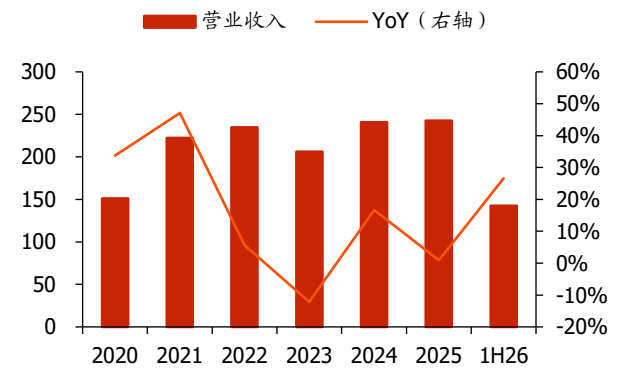


资料来源：东航物流公司公告，Wind，国盛证券研究所

1.4 财务概况：盈利稳健，资本结构持续优化

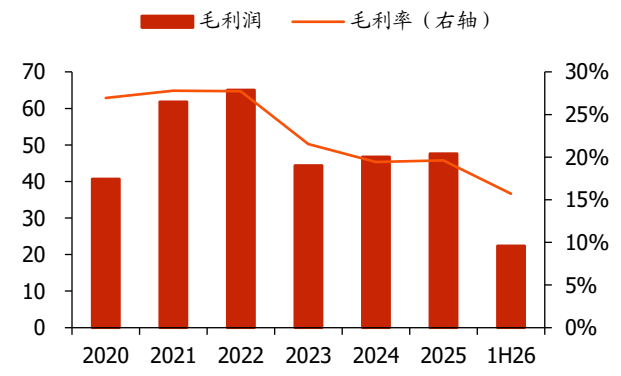
营收稳步增长，毛利润趋于稳定。1H26，公司实现营业收入 142.5 亿元、同比+26.6%；2025 年，公司实现营业收入 242.6 亿元、同比+0.9%，在跨境电商业务[illegible]枢回落背景下收入端仍保持稳健增长。2025 年及 1H26，公司分别实现归母净利润 42.6 亿元、22.4 亿元，同比分别+1.9%、+6.2%，毛利率分别为 19.6%、15.7%，尽管毛利率从 2021-2022 年的 28%左右回落，但仍处于同行业较高水平。

图表18：东航物流营业收入及增速（2020 年-1H26，亿元，%））



资料来源：东航物流公司公告，Wind，国盛证券研究所

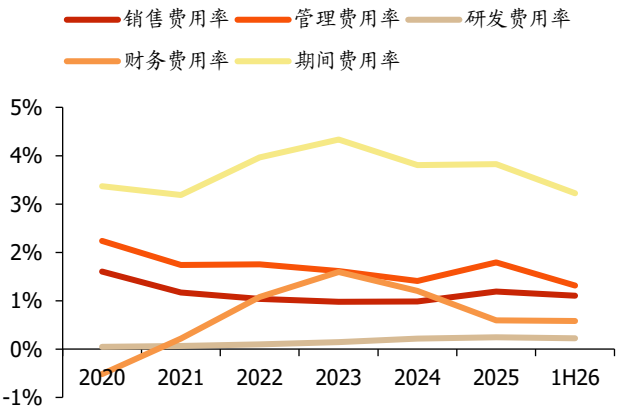
图表19：东航物流毛利润及毛利率（2020 年-1H26，亿元，%）



资料来源：东航物流公司公告，Wind，国盛证券研究所

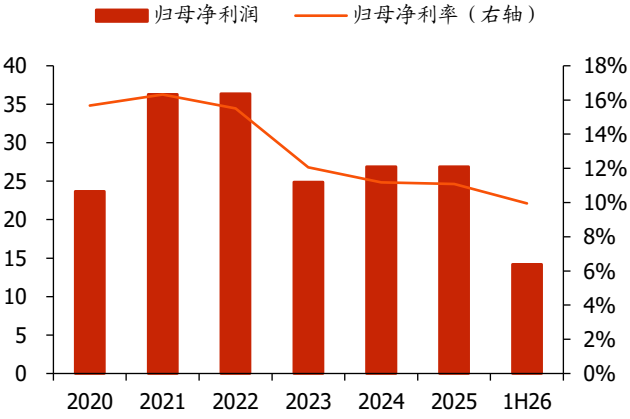
费用管控成效显著，盈利能力突出。2020-2025 年，公司期间费用率整体维持在 4%左右，销售费用率从 2020 年的 1.6%降低至 2025 年的 1.2%，管理费用率从 2020 年的 2.2%降低至 2025 年的 1.8%，体现公司不断完善的治理能力。2023-2025 年，公司归母净利润保持稳定增长，归母净利率分别为 12.1%、11.2%、11.1%，盈利能力位于行业领先。

图表20：东航物流期间费用率（%）



资料来源：东航物流公司公告，Wind，国盛证券研究所

图表21：东航物流归母净利润及归母净利率（亿元，%）



资料来源：东航物流公司公告，Wind，国盛证券研究所

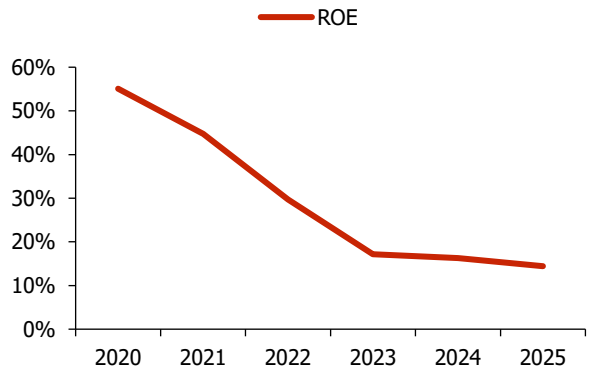
ROE 回归合理区间，资本结构持续优化。2020-2025 年，公司 ROE（加权）从 55.1%回归至 14.4%，主要是运价回落、上市募资、购买全货机及货站建设以及主动压降资产负债率所致。公司持续压降资产负债率，资产负债率由 2020 年的 37.4%回落至 2025 年的 30.7%，公司的资本结构持续优化。

图表22：东航物流杜邦分析

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	备注
ROE	55.1%	44.8%	29.7%	17.2%	16.3%	14.4%	
销售净利率	15.7%	16.3%	15.5%	12.1%	11.2%	11.1%	运价整体回落
资产周转率	1.9	1.6	1.1	0.8	0.9	0.8	IPO 募资，全货机及货站资本开支，现金流累积
权益乘数	1.8	1.7	1.8	1.9	1.7	1.6	持续压降资产负债率

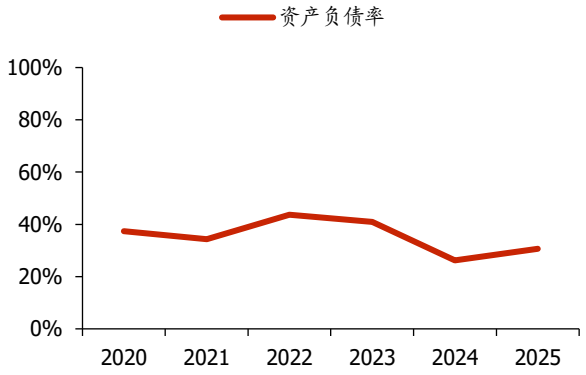
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表23：东航物流 ROE（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表24：东航物流资产负债率（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2. 航空货运：中国航司份额提升，高附加值货物为增长引擎

航空货运是以全货机或者客机腹舱作为运载载体，通过航空网络运输货物、邮件、快递包裹的物流方式。航空货运自 20 世纪 50 年代喷气发动机的引入迎来标志性发展，经历了从“客机腹舱附属品”到“专业化独立产业”的转变；20 世纪 70 年代至 80 年代，随着运价与航线准入管制的解除，联邦快递、UPS、DHL 等公司快速发展，以全货机网络重塑了行业组织形态；20 世纪后 20 年，航空货运进入与全球化深度绑定的稳增周期；2010 年以来，随着全球经济逐步回暖，航空货运整体上恢复稳步增长态势；2020-2022 年，全球公共卫生事件影响下，客机大面积停飞，空运价格飙升，货机运力紧俏并出现“客改货”趋势；2023-2025 年，随着客机腹舱回归运力得到补充，运价下降；2026 年，中东地缘政治冲击行业供需，航空货运运价上行。

图表25：航空物流价值链条



资料来源：《面向全球的航空物流枢纽：着眼货站，瞭望未来》，国盛证券研究所

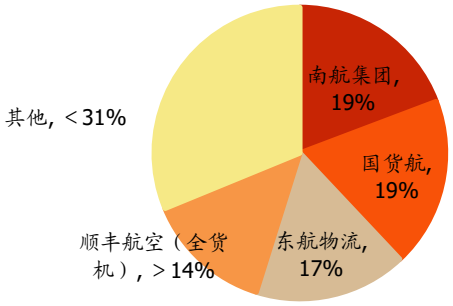
中国航司份额提升，民营国有错位竞争。从中外航司份额来看，随着中国品牌和制造企业全球化布局加深，跨境电商、高端制造出海步伐加快，截至 2025 年中国航司承运国际货邮运输量达 440 万吨，市场份额 44.6%，份额持续提升。中国航空货运曾长期依赖客机腹舱的剩余空间，货运几乎完全依赖于客运；1997 年起，全货机以独立运力形态入场，航空货运专业化开始形成；2009-2015 年，顺丰航空等民营快递航空的成立，打破了国有垄断局面，民营力量驱动行业竞争格局从单一走向多元；2017 年至今，随着东航物流混改完成、鄂州花湖机场投运，以及跨境电商与 AI 硬件等高附加值货物相继成为增长新引擎，航空货运行业逐渐步入新阶段。截至 2025 年，按航空货邮运输量计算，国货航、东航物流、南航集团三大央企合计占据超 50%的市场份额，主要承担中远干线运输并布局高端货运市场，以顺丰航空为代表的民营快递航空则聚焦于快递、快件、电商包裹的点对点运输。

图表26：2018 年-2025 年中国航司承运国际航线货邮情况（万吨，%）



资料来源：东航物流公司公告，民航局，国盛证券研究所

图表27：航空货运货邮总运输量份额（%）

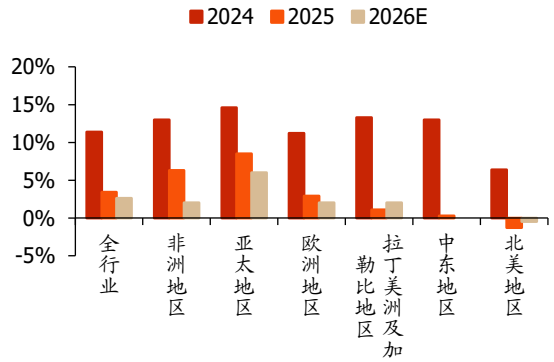


资料来源：东航物流公司公告，国货航公司公告，南方航空公司公告，顺丰控股公司公告，Wind，国盛证券研究所

2.1 需求：行业稳增下中国航司份额扩张，AI 货物提供需求弹性

行业稳增，亚太领衔。根据 Boeing，随着全球经济的发展，2026-2045 年全球航空货运需求 CAGR 预计达 3.7%；其中，在高科技产品及电商货需求的推动下，东亚地区航空货运需求增速有望在未来 20 年保持行业领先。根据 IATA，2025 年全球航空货运需求持续增长，按照货邮周转量口径全球航空货运需求同比 2024 年增长 3.4%；从地区看，亚太市场航空货运增速突出，同比增长 8.5%。

图表28：2024-2026E 各地区货运增长率（%）



资料来源：IATA、国盛证券研究所

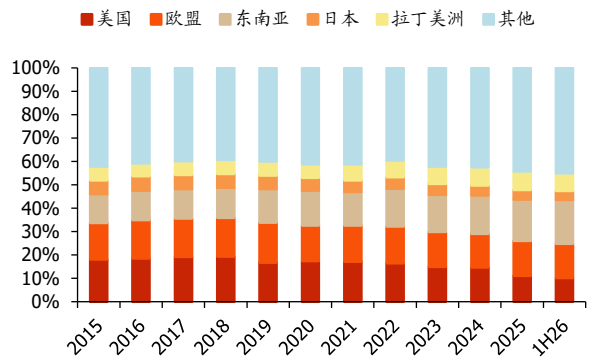
图表29：全球航空货运市场需求 CAGR 预测（2026-2045 年，%）



资料来源：Boeing，VariFlight，国盛证券研究所

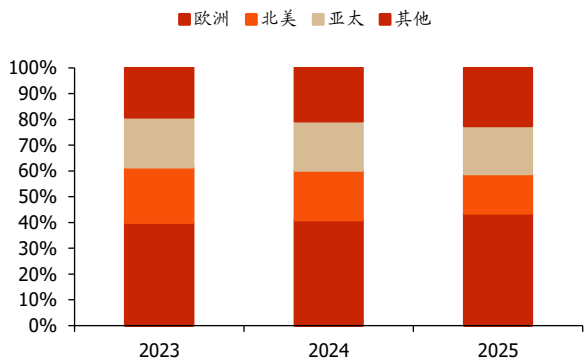
从区域看，我国跨境空运目的地仍以欧美为主。2025 年，美国、欧盟占我国出口总量比例达 26.0%，尽管整体比例自 2015 年以来回落，但仍然构成我国出口的重要组成部分。航空货运出口聚焦欧美特征更加显著：2023-2025 年，欧洲占比从 40.0%提高至 43.6%，北美占比从 21.6%降低至 15.3%，尽管欧洲及美国合计占比从 2023 年的 61.5%下降至 2025 年的 58.9%，但合计占比仍较高。

图表30：中国出口国家/地区金额结构（%）



资料来源：Wind、国盛证券研究所

图表31：2023-2025 年中国跨境航空货运出口分区域货量占比情况（%）

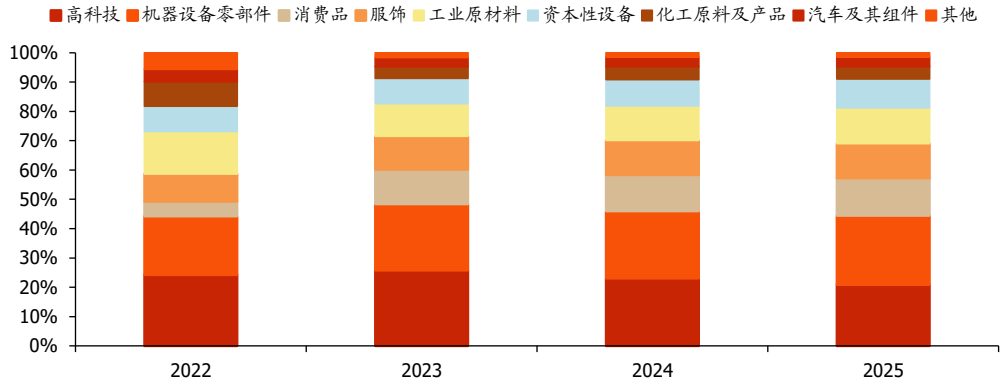


资料来源：Seabury，东航物流公司公告，国盛证券研究所

2.1.1 高附加值货物：运输需求持续增长

航空货运出口品类附加值高。空运货物具备高附加值特征：据 IATA，空运的货物重量占全贸易货物的比例不足 1%，但货物价值占全球货物的比例超 35%。航空货运具有速度快、空间跨度大、破损率低和安全性好的核心优势，为精密仪器、高科技产品、鲜活易腐物品及高附加值货物的运输提供了重要支撑。2025 年，高科技、机器设备零部件合计货量占我国跨境航空货运出口比例达 44.5%。

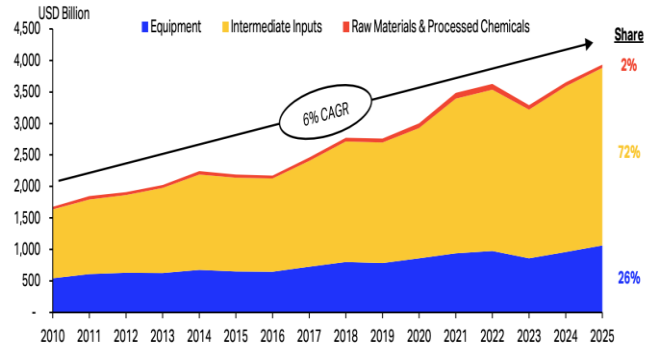
图表32：中国跨境航空货运出口分品类（%）



资料来源：Wind，东航物流公司公告，国盛证券研究所

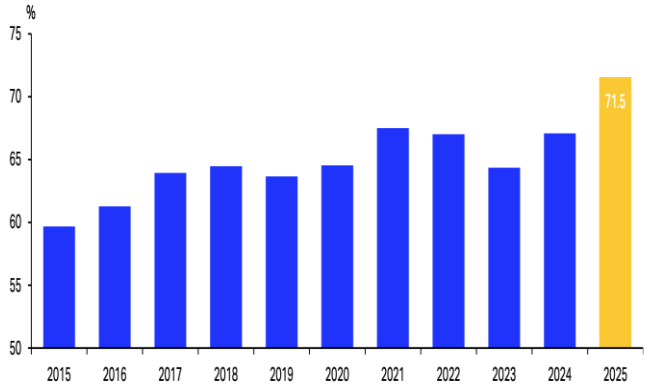
AI 货物运输需求为行业增长引擎。2023 年以来，人工智能产业蓬勃发展，AI 服务器、GPU 及半导体芯片等人工智能产品价值高、迭代快、时效要求高，其运输需求与空运完美契合：根据 IATA，2025 年，航空货运承担了全球 2/3 以上 AI 相关货物的运输，存储芯片等关键组件几乎全部通过航空货运运输。AI 货物运输需求与航空货运形成双向支撑，2025 年，AI 货物以 7%的货重贡献了航空货运 53.5%的货值。根据 Aevean，1Q26 美国高科技货物空运进口量增加约 15.7 万吨、同比增长 57%，体现行业旺盛需求。

图表33：AI 相关商品贸易规模（2010-2025 年，亿美元）



资料来源：IATA、国盛证券研究所

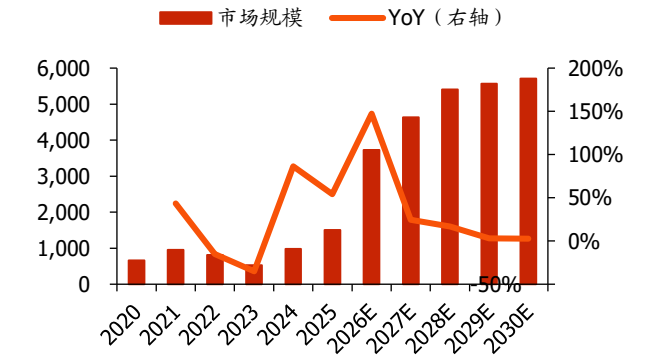
图表34：采用航空运输的 AI 相关贸易价值占比（2015-2025 年，占样本总量的百分比）



资料来源：IATA、国盛证券研究所

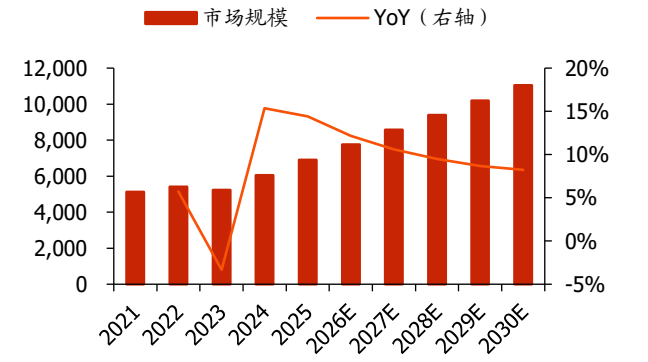
AI 发展方兴未艾，赋能空运长期增长潜力。根据弗若斯特沙利文，2025 年全球半导体市场规模达 6,910 亿美元，预计以 CAGR 9.8%增长至 2030 年的 11,036 亿美元；根据 Omdia，2025 年全球 DRAM 市场规模 1,505 亿美元，预计以 CAGR30.6%增长至 2030 年的 5,710 亿美元。根据 CFM 闪存市场数据，按照 2026 年第二季度 DRAM 销售额统计，长鑫科技全球市场份额增至 9.9%，未来有望随着技术发展及产能建设实现进一步增长，高科技货物的全球运输需求将带动航空货运的持续发展。2024 年以来，我国集成电路出口金额增长迅猛，2026 年 5-8 月集成电路出口增速均维持在 100%以上，随着 AI 产业链的不断发展，航空货运将持续受益。

图表35：2020-2030 年全球 DRAM 市场规模及增速（亿美元，%）



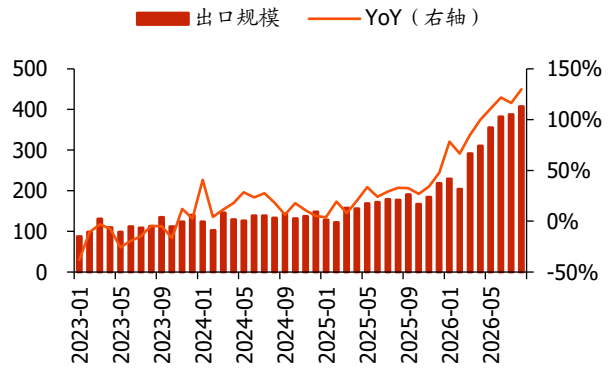
资料来源：Omdia，长鑫科技招股说明书，Wind，国盛证券研究所

图表36：按收入计的全球半导体市场规模（2021-2030E，亿美元，%）



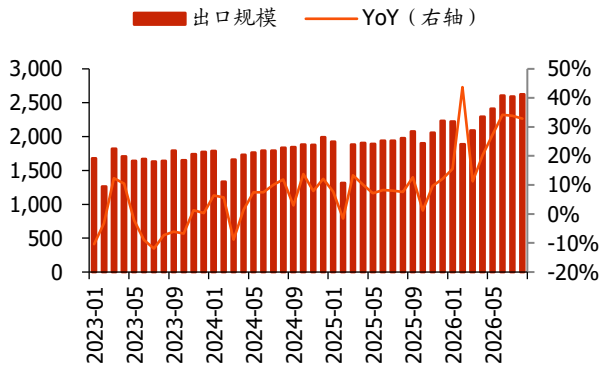
资料来源：弗若斯特沙利文，专家访谈，公开资料，君正股份招股说明书，Wind，国盛证券研究所

图表37：中国集成电路出口金额及增速（亿美元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表38：中国机电产品出口金额及增速（亿美元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.1.2 跨境电商：成熟市场深耕存量，新兴市场仍存潜力，支撑空运基本需求

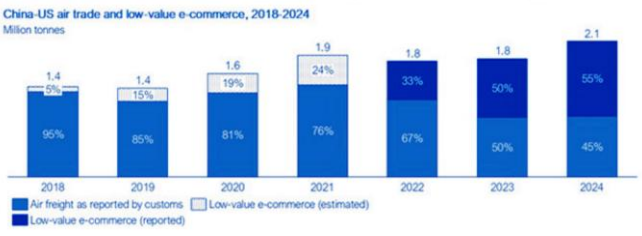
我国航空货运约 60%-70%的货源来自跨境电商，跨境电商景气支撑基本需求。全球线上零售额及其占比稳步提升，为跨境电商的不断发展奠定基础。分区域看，北美跨境电商生态成熟，东南亚及南美受社交电商及支付便利带动潜力巨大，欧洲受政治经济因素影响有待恢复。2020-2025 年，我国跨境电商市场规模呈现增长趋势，根据弗若斯特沙利文预测，到 2029 年我国跨境电商市场规模达 4.3 万亿元，整体维持中高增速发展。当前，我国航空货运约 60%-70%的货源来自跨境电商；根据 TIACA，截至 2024 年底电商货物已占全球航空货运总量约 20%，预计这一比例在未来十年有望翻倍。尽管受欧美取消小额包裹免税政策的影响我国跨境电商贡献的货源比例或有下滑，但跨境电商行业的整体景气上行对航空货运仍起到支撑作用。

图表39：中国跨境电商市场规模（商品进出口总额口径，2020-2029E，万亿元，%）



资料来源：海关总署，中国政府网，弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

图表40：中美空运市场低价值跨境电商货重占比（%）



资料来源：TIACA，国盛证券研究所

欧洲成熟市场增量动能放缓，短期转入存量深耕。受贸易保护主义以及供应链本土化加速等因素影响，中国对美国、欧盟出口占比由 2015 年的 33.7%下降至 2025 年的 26.0%。2025 年以来，美国、欧盟、日本陆续取消或收紧小额包裹免税政策，对跨境直邮小包模式造成明显冲击：美国新政落地后亚洲-北美航线电商空运量大~~约~~20%；欧盟于 2026 年 7 月起取消 150 欧元以下小额包裹关税豁免，对来自欧盟以外的商品包裹开征每个 HS 税号 3 欧元的固定关税，预计数周内将带来 10%-35%的空运货量收缩。整体来看，受

关税政策及监管政策影响，欧美成熟市场进入存量深耕期，增速放缓但仍是重要组成，品类结构向高附加值产品升级。

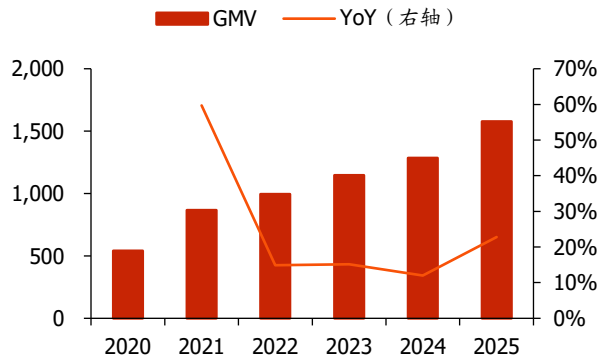
图表41：2025 年小包免税政策整理

国家/地区	生效/拟生效时间	政策动作
印尼	2025/01 起	VAT 从 11%上调至 12%，并要求平台代扣代缴（交易纳入监管链路）
越南	2025/2/18	取消 100 万越南盾（约 39 美元）以下免税，低值包裹也需纳税
美国（第一阶段）	2025/5/2	取消来自中国及香港地区≤800 美元包裹免税待遇
美国（第二阶段）	2025/8/29	①取消免税扩大至全球，小额包裹全面征税；②设过渡期分档征收
美国（过渡期）	2025/08/29 起为期 6 个月	分档固定额：<16%每件 80 美元；16-25%每件 160 美元；>25%每件 200 美元
欧盟（整体）	2025/07 起	①取消 150 欧元以下免税门槛；②所有进口需缴 VAT（约 15%-27%）
欧盟（递进措施）	2026/07/01 起	价值低于 150 欧元的小包裹将征收固定 3 欧元关税（重点覆盖电商小包）
欧盟（后续）	2028（规划）	强化 IOSS 注册要求，未注册可能被系统拦截
智利	2025 年内（披露）	41 美元以下订单加征 19%增值税
墨西哥	2025 年内（披露）	低值包裹关税提高至 33.5%
英国	2025/11 预算案公布后执行	取消 135 英镑以下包裹免税政策
泰国	2026/1/1	①取消 1,500 泰铢免税门槛（“第一泰铢”起征税）；②税费前置到支付/结算链路
日本	2026 起（立法推进）	计划取消 1 万日元以下消费税豁免，统一征 10%消费税

资料来源：AMZ123，数局，国盛证券研究所

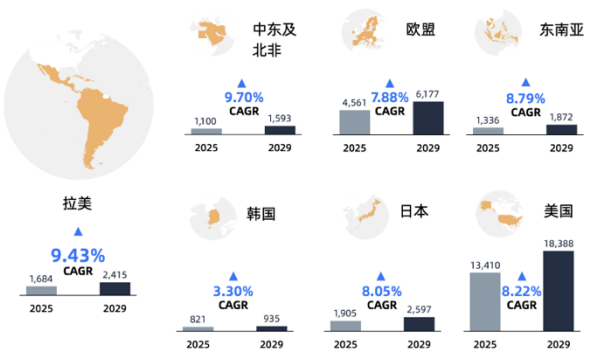
新兴市场电商快速发展，推动跨境需求持续增长。在欧美政策影响下，依托国内完备供应链、多元物流网络以及自身竞品优势，订单资源向东南亚等新兴市场转移，同时企业转向海外仓备货、通过精品化运营对冲政策风险。伴随着东南亚内容电商的崛起，中东社交购物的发展以及拉美线上购物的日益普及，新兴市场电商仍存在发展空间，将支撑空运的基本需求。根据 AMZ123，东南亚社交电商 2025-2030 年预计以 CAGR20.2%的增速保持增长；根据 Statista，2025-2029 年拉美地区电子商务市场规模 CAGR 预计达 9.4%，在全球处于较高增速区间。

图表42：东南亚电商平台 GMV 及增速（亿美元，%）



资料来源：Momentum，国盛证券研究所

图表43：境外重点区域电子商务市场规模及增速（亿美元，%）

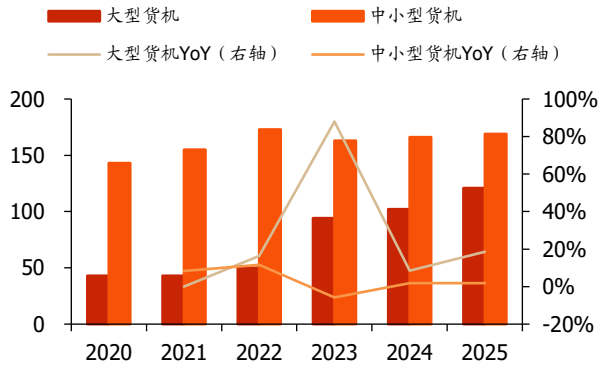


资料来源：Statista，跨境电商头条，国盛证券研究所

2.2 供给：我国货机持续补充，整体仍处偏低水平

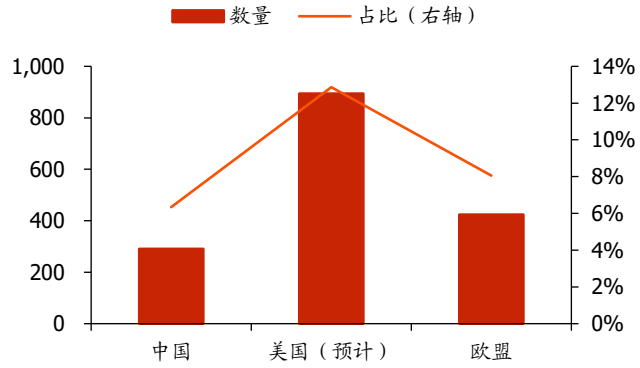
我国全货机持续补充，绝对数量整体仍处于偏低水平。2020-2025 年，我国全货机飞机数量从 186 架次增至 290 架次，CAGR 为 9.3%，至 2025 年全货机数量占运输飞机总数为 6.3%，其中 58.3%为中小型窄体货机。全货机、尤其是大型货机数量与美国、欧洲仍有较大差距，货机数量整体仍然处于偏低水平。

图表44：民航货机结构及货机机队增速（架，%）



资料来源：民航局，国盛证券研究所

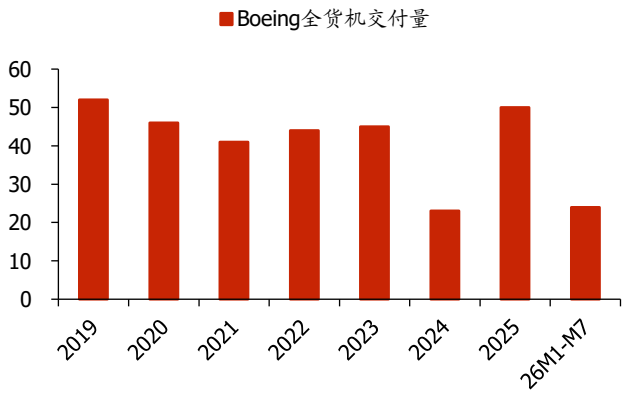
图表45：中国、美国（预计）、欧盟货机数量及占比（2025 年，架，%）



资料来源：民航局，FAA，eurostat，国盛证券研究所

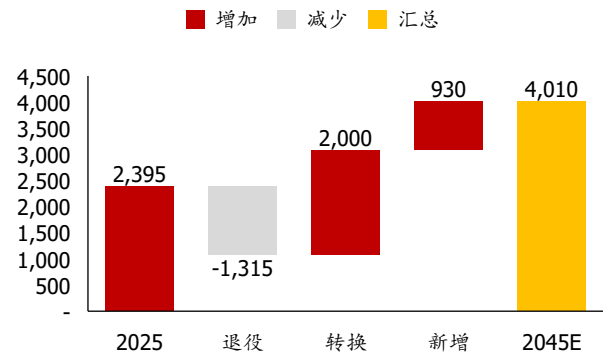
货机数量净增速预期较低，供给偏紧。根据 Airbus，预计 2024-2044 年运营全货机年均净增速为 1.9%；根据 Boeing，预计 2025-2045 年运营全货机年均净增速为 2.6%，全球货机机队整体保持较低供给增长水平。尽管目前波音全货机产能已经逐渐恢复，但由于存量货机机龄大、陆续退出等原因，货运行业飞机净增速整体仍然维持较低水平。

图表46：波音全货机交付数据（架）



资料来源：Boeing，国盛证券研究所

图表47：全球货机机队规模预测（架次）

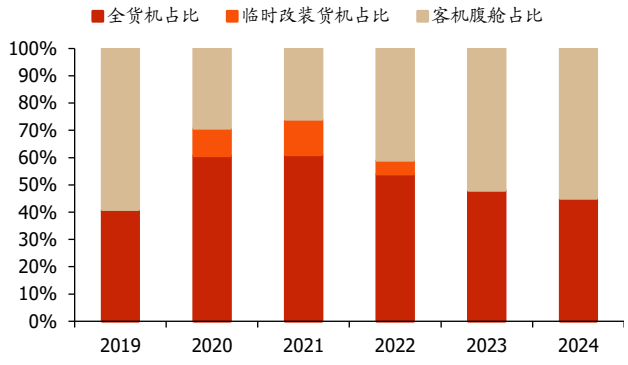


资料来源：Boeing，国盛证券研究所

客机增速逐级回落，客机腹舱运力贡献有限。客机腹舱运力约占航空货运运力的 50%左右。近年来，我国民航业飞机净增速逐级回落：十一五至十四五飞机净增速 CAGR 分别为 13.1%、10.7%、8.1%、3.2%。2020 年以来，受国际公共卫生事件、俄乌冲突等宏观事件冲击，飞机制造供应链、工程师供给受到影响，国际主要飞机制造商波音、空客制造产能滑坡，目前仍在恢复中：2025 年波音月均交付飞机数量 50 架，截至 2026 年 7 月月均交付飞机数量为近 10 年峰值的 78%；2025 年空客月均交付数量为 66 架，截至 2026 年 7 月月均交付飞机数量为近 10 年峰值的 83%；整体飞机交付节奏周期预计延长

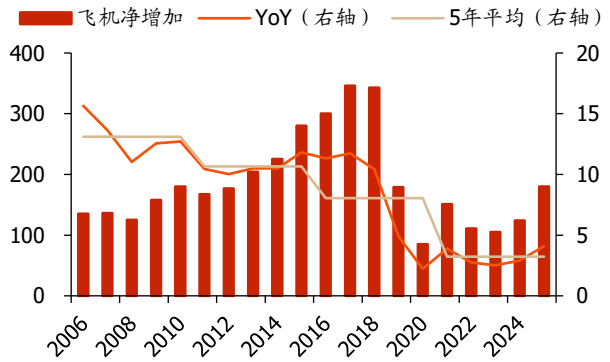
3 年。另一方面，国产大飞机 C919 受限于关键零部件供应链短缺问题，交付比例较低：2025 年交付 16 架（累计交付 32 架），与原计划交付架次有一定差距，国内外飞机制造商交付能力受限进一步限制供给增速。在客机增速偏低的情况下，客机腹舱运力贡献预计有限。

图表48：2019-2024 年全球国际航空货运运力占比（按运力组织方式，%）



资料来源：中国商飞，国盛证券研究所

图表49：中国民航飞机数净增速度（架，%）

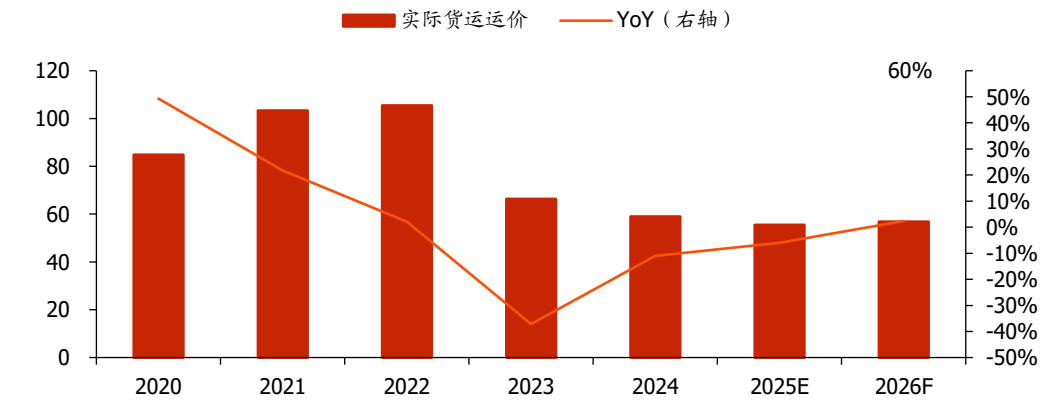


资料来源：民航局，Wind，国盛证券研究所

2.3 供需差：预计 2026-2028 年供给增速小于需求增速

供需差扩大，或驱动载运率及运价上行。根据行业客机、货机增速计划，我们预计中国空运市场整体特征体现为供给增长滞后于需求扩张，在供需差持续扩大的情况下，货邮运载率及运价中枢或有提升；此外，地缘政治影响进一步减少全球可用运力，或进一步利好中国空运价值提升。根据 IATA 预测，2026 年实际货运运价为 56.8 美分/CTK，同比增长 2.34%，自 2023 年以来首次回升。

图表50：全球空运运价（2025 年美元美分/CTK，%）



资料来源：IATA，国盛证券研究所

根据我们估算，预计 2026-2028 年中国 AFTK 同比增速分别为 7.2%、4.3%和 3.2%，主要受全货机引进以及国际客运航线继续恢复推动；预计 2026-2028 年中国 RFTK 同比增速分别为 13.7%、13.0%、12.9%，主要受 AI 货物、医药货物等高附加货物运输需求增长以及新兴市场跨境电商需求发展推动与夯实。基于此，2026-2028 年供需差分别为-6.5pts、-8.6pts、-9.7pts。

图表51：中国航空货运预测供需表（2020-2028E）

		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货机										
大型货机	**架**	43	43	50	94	102	121	133	140	144
YoY	%	n.m.	0.0%	16.3%	88.0%	8.5%	18.6%	10.0%	5.0%	3.0%
中小货机	**架**	143	155	173	163	166	169	172	176	179
YoY	%	n.m.	8.4%	11.6%	-5.8%	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
客机										
宽体	**架**	458	465	472	473	464	466	475	482	487
YoY	%	0.2%	1.5%	1.5%	0.2%	-1.9%	0.4%	2.0%	1.5%	1.0%
窄体	**架**	3259	3391	3470	3540	3662	3,818	3,971	4,130	4,295
YoY	%	2.2%	4.1%	2.3%	2.0%	3.4%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
货机日利用率	**小时**	**12.6**	**12.9**	**12.2**	**12.9**	**13.0**	**13.2**	**13.3**	**13.3**	**13.4**
△	小时	1.6	0.3	-0.7	0.7	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
客机日利用率	**小时**	**6.2**	**6.3**	**3.9**	**7.8**	**8.6**	**8.8**	**8.9**	**9.0**	**9.1**
△	小时	-3.0	0.1	-2.4	3.9	0.8	0.2	0.1	0.1	0.1
运力占比										
货机	%	60.0%	61.0%	54.0%	48.0%	45.0%	58.9%	60.2%	60.5%	60.5%
客机	%	29.0%	26.0%	41.0%	52.0%	55.0%	41.1%	39.8%	39.5%	39.5%
客改货	%	11.0%	13.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
AFTK	**亿吨公里**	**451**	**474**	**407**	**729**	**798**	**892**	**956**	**998**	**1,030**
YoY	%	n.m.	5.2%	-14.2%	79.1%	9.5%	11.7%	7.2%	4.3%	3.2%
运输量	**万吨**	**676**	**731**	**608**	**735**	**898**	**1,017**	**1,123**	**1,238**	**1,371**
YoY	%	-10.3%	8.3%	-16.9%	21.1%	22.2%	13.2%	10.4%	10.2%	10.7%
国际航线	**万吨**	222	266	264	279	361	440	505	582	672
YoY	%	-8.3%	19.9%	-1.0%	5.8%	29.3%	22.0%	14.8%	15.1%	15.4%
国内航线	**万吨**	454	465	344	456	538	577	618	656	699
YoY	%	-11.3%	2.6%	-26.1%	32.7%	17.8%	7.3%	7.0%	6.2%	6.5%
平均运输距离	**千米**	**3,540**	**3,797**	**4,179**	**3,855**	**3,939**	**4,062**	**4,184**	**4,288**	**4,374**
YoY	%	1.3%	7.3%	10.1%	-7.8%	2.2%	3.1%	3.0%	2.5%	2.0%
RFTK	**亿吨公里**	**239**	**278**	**254**	**284**	**354**	**413**	**470**	**531**	**600**
YoY	%	-9.1%	16.1%	-8.6%	11.7%	24.8%	16.8%	13.7%	13.0%	12.9%
货邮载运率	**%**	**53.0%**	**58.6%**	**62.4%**	**38.9%**	**44.3%**	**46.3%**	**49.1%**	**53.2%**	**58.2%**
供需差	**Pts**	**n.m.**	**-10.9**	**-5.6**	**67.4**	**-15.3**	**-5.1**	**-6.5**	**-8.6**	**-9.7**

资料来源：民航局，中国商飞，东航物流公司公告，东航物流招股说明书，国货航公司公告，国货航招股说明书，南航物流招股说明书，Wind，Boeing，悦递安国际，博丰物流，民航资源网，国盛证券研究所

3. 核心竞争力：立足长三角，构筑“天网+地网”资源壁垒，积累商业模式升级先发优势

3.1 区位优势：上海腹地分享经济发展红利与进出口高景气

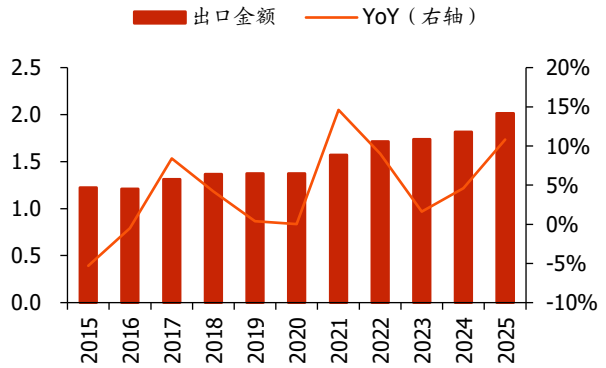
深耕上海，分享长三角经济发展红利。公司构筑了“一核两翼多联动”的枢纽网络，以上海为核心主枢纽，凭借区位优势以及资源优势充分享受长三角经济发展红利。2026 年上半年，长三角 GDP 总量达 17.4 万亿元，在全国 GDP 比重提升至 24.9%；其中，上海 GDP 总量达 2.8 万亿元、同比增长 5.6%，增速高于全国平均，枢纽腹地经济的健康发展为公司业务的持续开拓打下扎实基础。作为“国际贸易中心”，2025 年上海口岸贸易总额超 11 万亿元、位列世界第一，上海港集装箱吞吐量达 5506 万标箱、连续 16 年位列全球第一，上海机场航空货邮吞吐量超 450 万吨、位列全球第二。随着上海市“五个中心”建设以及中国（上海）自由贸易区的不断发展，公司有望继续享受以上海为中心的长三角地区经济发展红利。

图表52：上海区位



资料来源：上海机场公司公告，国盛证券研究所

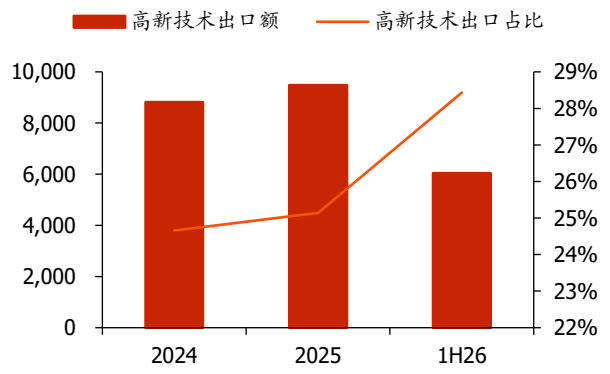
图表53：上海市出口规模及增速（万亿元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

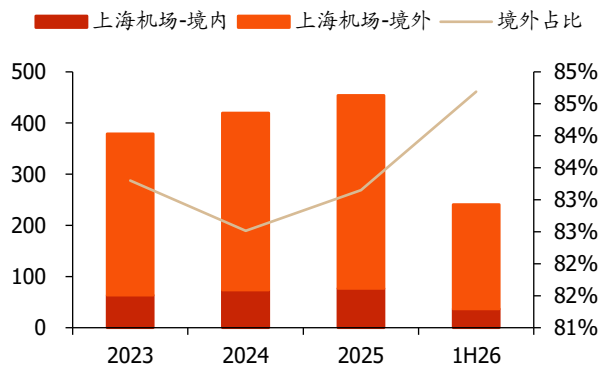
出口高景气，结构化升级趋势明确。2026 年上半年，长三角地区进出口规模创新高达 9.6 万亿元、同比+18%，占全国进出口总值的 37.8%；上海市进出口规模亦创同期历史新高，总额达 2.6 万亿元、同比+19%，其中出口达 1.1 万亿元、同比+20%，出口维持高景气。从结构看，高新技术产品货值体量不断扩大，占比显著提升：1H26 中国高新技术产品出口额达 6,041.6 亿美元、同比+38.5%，高新技术产品出口占比由 2025 年的 25.1%提升至 1H26 的 28.4%，出口升级趋势明确；其中，江浙沪地区高新技术出口额占全国高新技术总出口额的比例由 2025 年的 33.2%进一步提升至 1H26 的 35.0%。受益于进出口整体高景气，航空货运周转量持续攀升，2026 年上半年上海浦东、虹桥国际机场货邮吞吐量达 240.5 万吨、同比+13.7%。长三角地区出口高景气以及高新技术产业出口升级持续性，为公司发展提供扎实支撑。

图表54：中国高新技术产品出口额及占比（亿美元，%）



资料来源：Wind，UIBE 数字经济实验室，国盛证券研究所

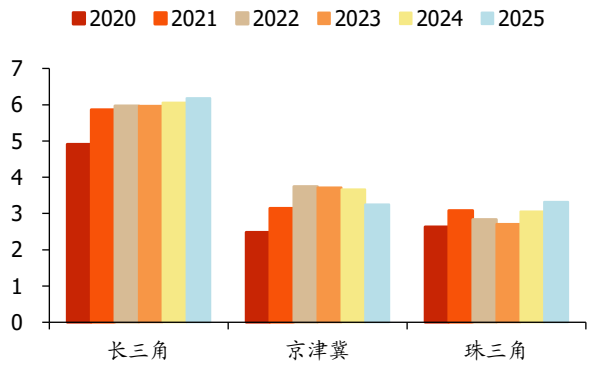
图表55：上海机场货邮吞吐量及结构（万吨，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

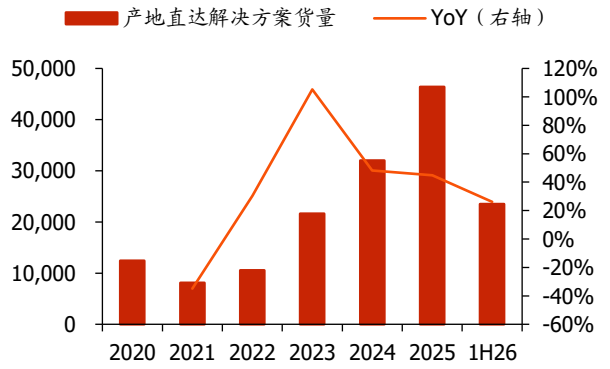
中国最大进口门户之一，赋能回程货量提升。受货源结构、贸易品类差异、国际贸易分工特征等因素影响，我国空运去程、回程载运率呈现失衡特征：往往去程 9 成以上货位，回程仅 3-4 成，航线回程载运率不足；根据 WorldACD，我国空运出口及进口货量走势分化，2019-2023 年空运出口货量年均增长 2%、进口货量年均下降 6%，因此充盈回程货量是货运企业发展的重要战略方向。长三角地区是我国最大的进口门户之一，2020-2025 年，长三角地区进口规模持续增长，2025 年达到 6.2 万亿元、占全国比重 33.3%，扎实的进口需求赋能回程货量、支撑更高载运率：2020-2025 年东航物流全货机载运率平均较国货航高 9.4pts。此外，公司积极探索回程业务模式创新，其产地直达解决方案货量从 2020 年的 1.2 万吨提升至 2025 年的 4.6 万吨、CAGR 达 30.2%。

图表56：长三角、京津冀、珠三角进口规模（2020-2025 年，万亿元）



资料来源：Wind，海关总署，央视新闻，界面新闻，香港贸发局，国盛证券研究所

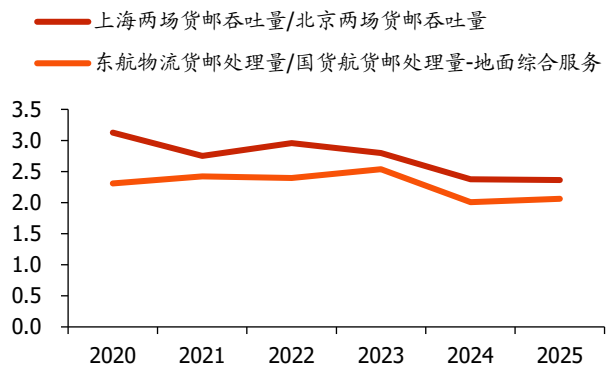
图表57：东航物流产地直达解决方案货量（吨，%）



资料来源：东航物流公司公告，国盛证券研究所

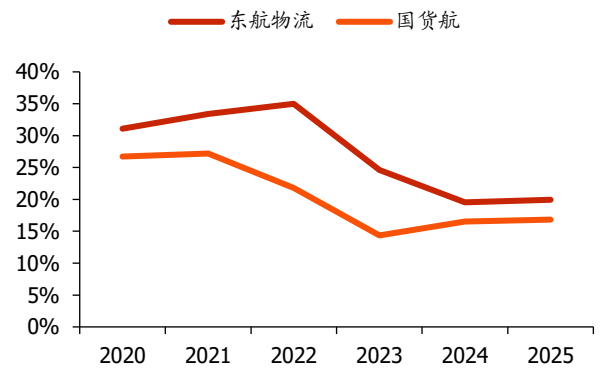
区位资源赋能业务规模，盈利能力具备优势。长三角地区旺盛的进出口，为公司带来了天然的业务规模优势：东航物流/国货航的货邮处理量比值基本与上海两场/北京两场的货邮处理量比值同步变动，表明天然的地理区位带来客观的业务规模。聚焦航空速运/航空货运本身，受益于上海/长三角地区高附加值货品占比高，东航物流的航空速运业务毛利率长期高于国货航的航空货运业务毛利率。

图表58：货邮处理量对比（%）



资料来源：东航物流公司公告，国货航公司公告，国货航招股说明书，Wind，国盛证券研究所

图表59：东航物流及国货航航空速运业务毛利率对比（%）



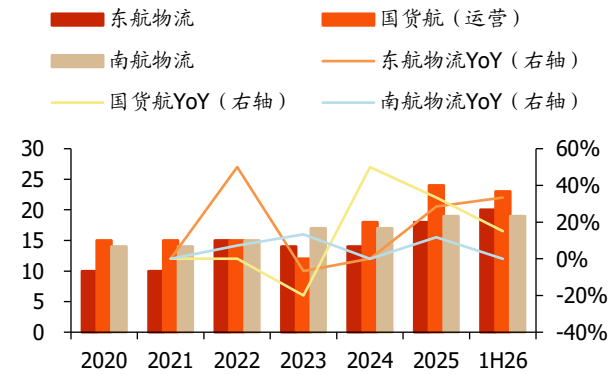
资料来源：东航物流公司公告，国货航公司公告，国货航招股说明书，国盛证券研究所

3.2 “天网+地网”资源独占，通达性辐射全球

3.2.1 天网：全货机+东航客机腹舱，通达性辐射全球

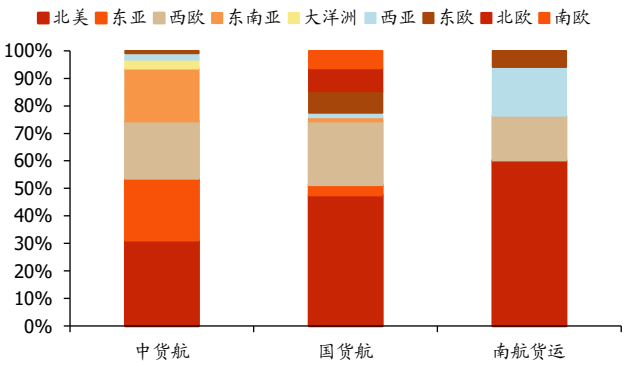
全货机规模保持增长，聚焦高收益航线。截至 2026 年上半年，公司运营 20 架 B777 全货机，运营货机数量增速高于可比公司，且货机数量增速趋势向好。公司全货机平均机龄 4.5 年（截至 2026 年 8 月），处于全球货机机队中较为年轻的梯队，机队在燃油效率、维修成本等方面有显著优势。东航物流全货机部署北美、西欧等长距离、高收益航线，同时也兼顾本地电商增速较快的东亚、东南亚区域，单机盈利能力扎实。

图表60：三大航空货运公司机队规模及增速（架，%）



资料来源：飞友数碳，国盛证券研究所

图表61：三大货航航线网络结构（%）



资料来源：CADAS，Pre-Flight，国盛证券研究所

全货机航线结构均衡。从航线分布来看，公司全货机航网覆盖纽约、洛杉矶、芝加哥、伦敦、巴黎、新加坡等 20 个国际城市，构筑了稳定通畅的国际货运通道网络。基于均衡的航线网络配置，公司有效挖掘全球潜力业务，打造“产地直达”业务模式，不断增加高附加值产品运输敞口，推动产品服务品类升级。均衡配置的航线结构，也一定程度上规避了区域性贸易政策变动时的风险敞口。

图表62：东航物流全货机航线网络



资料来源：VariFlight，Pre-Flight，CADAS，国盛证券研究所

图表63：东航物流产地直达业务模式



资料来源：东航物流招股说明书，国盛证券研究所

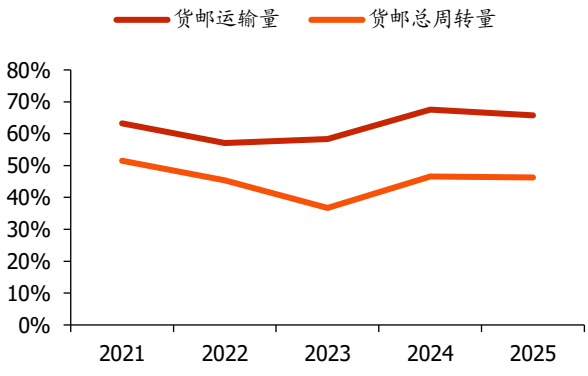
独家运营中国东航客机腹舱，通达性全球领先。除全货机外，公司子公司中货航与东航股份签署《关于中国货运航空有限公司独家经营中国东方航空股份有限公司客机货运业务的协议书》，约定了 13 年独家经营东航股份客机货运业务资格。截至 2026 年上半年，公司已形成“20（全货机）+833（客机腹舱）+N（外采运力）”的运力体系，通过天合联盟、代码共享及 SPA 协议等模式，将物流服务网络延伸至全球 145 个国家和地区 945 个目的地，形成了通达性领先的全球航空货运网络，能够及时响应跨境电商、高端制造、医药冷链等多类客户的一站式全球交付需求。从运力占比看，客机腹舱货邮运输量占比维持在 60%左右，货邮周转量占比基本维持在 40-50%区间，体现了客机腹舱重要的网络价值。

图表64：三大货航运力资源对比（截至 2026 年 6 月）

	东航物流	国货航	南航物流
全货机	20	23	19
客机腹舱	833	972	973
主运营基地	上海	北京	广州

资料来源：Wind，飞友科技，东航物流公司官网，国货航公司官网，国盛证券研究所

图表65：东航物流客机腹舱运力占比（%）



资料来源：东航物流公司公告，Wind，国盛证券研究所

3.2.2 地网：服务模式独特，上海两场市占率领先

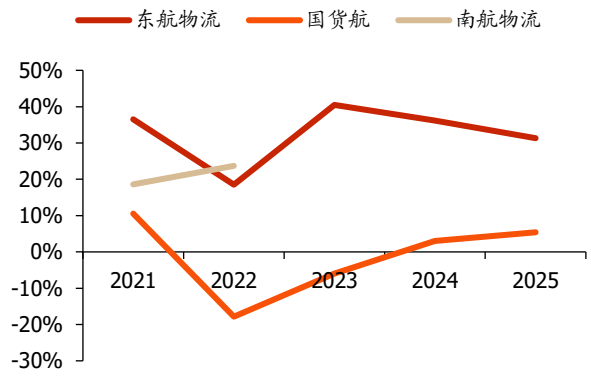
“货站操作+多式联运+仓储”，物流服务模式独特。公司货站业务涵盖货站操作、多式联运、仓储及海关监督区一站式服务，形成了“货站操作+多式联运+仓储”于一体的综合服务体系。与可比公司的业务布局差异，决定了地面综合服务业务的盈利能力差异。

图表66：三大航空货运公司地面综合服务/航空货站服务业务对比

	东航物流	国货航	南航物流
业务类别名称	地面综合服务	航空货站服务	地面综合服务
业务范围	货站操作 多式联运 仓储	货站地面处理 仓储服务	货站操作 仓储管理
货站规模	17 站	6 站	16 站

资料来源：东航物流公司公告，国货航公司公告，南航物流招股说明书，Wind，民航管理，国盛证券研究所

图表67：三大航空货运公司地面综合服务/航空货站服务毛利率对比（%）



资料来源：东航物流公司公告，国货航公司公告，国货航招股说明书，南航物流招股说明书，国盛证券研究所

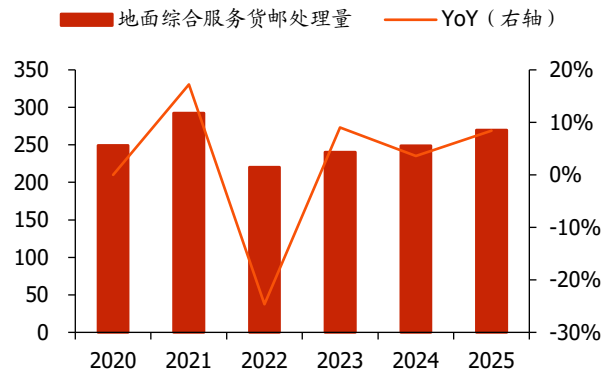
上海两场市占率领先，稀缺资源打造盈利基石。公司以上海为核心，打造覆盖全国的货站网络：截至 2025 年末，公司在全国运营 17 个自营货站。2021-2024 年公司在上海两场货站处理量市占率维持在 50%以上，充分享受上海进出口高景气红利；公司为浦东机场仅有的 2 家跨境电商监管库运营主体之一，在跨境电商赛道拥有关键节点卡位；公司还与上海机场合资建设“智汇港”智能货站，进一步锁定上海枢纽稀缺资源。领先的市占率转化为稳定的现金流贡献，2023-2025 年地面综合服务贡献毛利润 9.6 亿元、9.2 亿元、8.4 亿元，毛利润贡献占比 22%、20%、18%，整体保持稳定。

图表68：货邮吞吐量、货邮处理量结构及比例（万吨，%）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全国机场货邮吞吐量	1,607.5	1,782.8	1,453.1	1,683.3	2,006.2	2,186.4
其中：国际货邮	660.1	803.4	712.2	715.6	875.6	987.1
上海两场货邮吞吐量	402.5	436.6	330.2	380.3	420.6	453.7
其中：国际货邮	298.1	326.7	258.3	278.5	305.0	334.2
上海两场占全国机场的比例	25%	24.50%	22.70%	22.6%	21.0%	20.8%
其中：国际货邮	45.2%	40.7%	36.3%	38.9%	34.8%	33.9%
东航物流上海两场货邮处理量	218.1	255.0	195.2	203.21	218.12	
东航物流占上海两场的比例	54.2%	58.4%	59.1%	53.6%	51.9%	

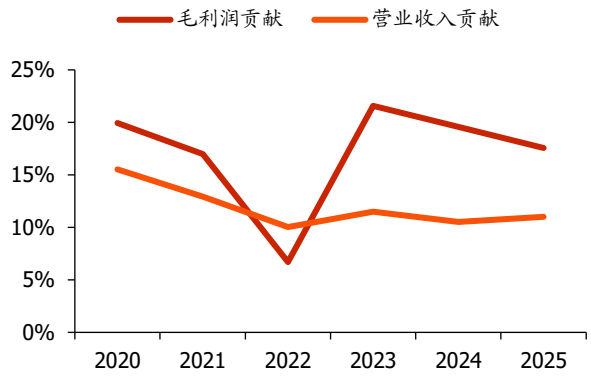
资料来源：东航物流公司公告，上海机场公司公告，东航物流公众号，Wind，国盛证券研究所

图表69：地面综合服务货邮处理量及增速（万吨，%）



资料来源：东航物流公司公告，东航物流招股说明书，Wind，国盛证券研究所

图表70：地面综合服务营业收入及毛利润贡献（%）



资料来源：东航物流公司公告，Wind，国盛证券研究所

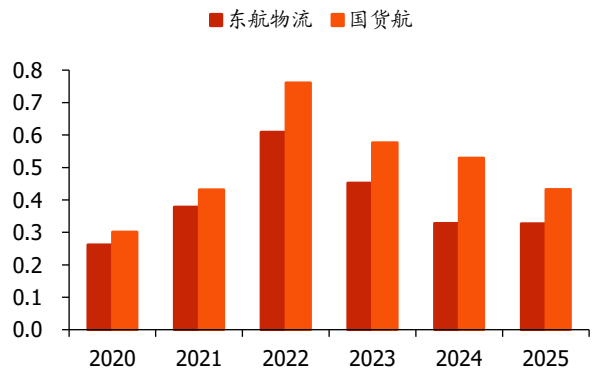
稀缺性构筑护城河。截至 2025 年末，东航物流在上海两场拥有 6 个机坪货站、1 个货运中转站，公司货站资源具备较强的资质壁垒、排他壁垒以及业务协同价值。1）资质壁垒：机场内货站经营具备严格的资质审批与经营许可审批，新建货站需遵循机场整体规划，审批周期长；2）排他壁垒：上海两场新增货站面积困难，现有货站价值随着货运需求增长而持续提升；3）业务协同价值：货站作为航空物流的地面节点，是“天网+地网”的链接枢纽，具有突出的业务协同价值。

3.3 单一 B777F 机队经济性凸显，服务升级积累先发优势

3.3.1 规模领先的 B777F 全货机机队，经济性推动效益改善

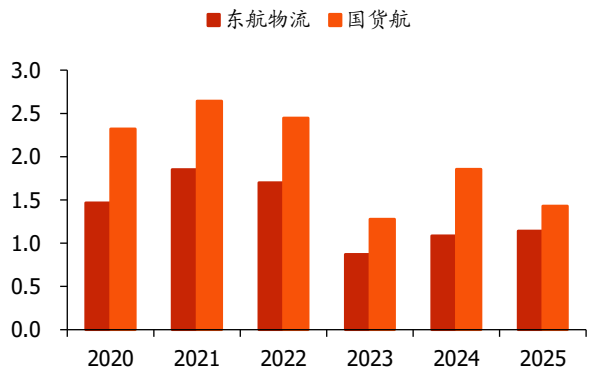
公司拥有国内最大的 B777F 单一机型全货机机队。截至 2026 年 6 月，东航物流子公司中货航运营 20 架 B777F 全货机；同期国货航运营 13 架 B777F、2 架 B747F、8 架 A330。单一机型机队有效降低包含培训、维修与备件、采购等运营与维护成本，提高运营与调度效率；此外，双发动机的 B777F 机型较四发的 B747F 机型燃油效率高约 18-20%、运营成本更低。从运营数据看，东航物流的单位 AFTK 燃油成本、单位 AFTK 扣油成本较国货航均有明显优势。

图表71：东航物流、国货航单位 AFTK 燃油成本（元/吨公里）



资料来源：东航物流公司公告，东航物流招股说明书，国货航公司公告，国货航招股说明书，Wind，国盛证券研究所

图表72：东航物流、国货航单位 AFTK 扣油成本（元/吨公里）

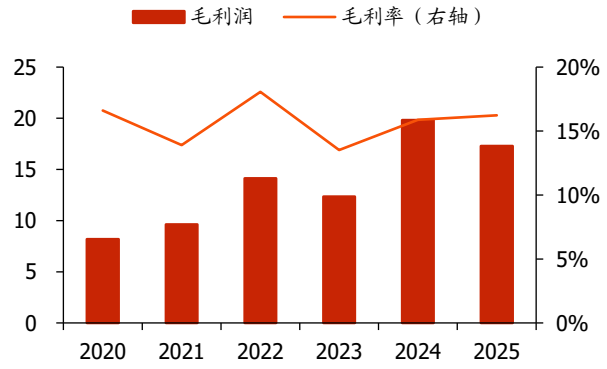


资料来源：东航物流公司公告，东航物流招股说明书，国货航公司公告，国货航招股说明书，Wind，国盛证券研究所

3.3.2 率先完成商业模式升级，高附加值赛道积累先发优势

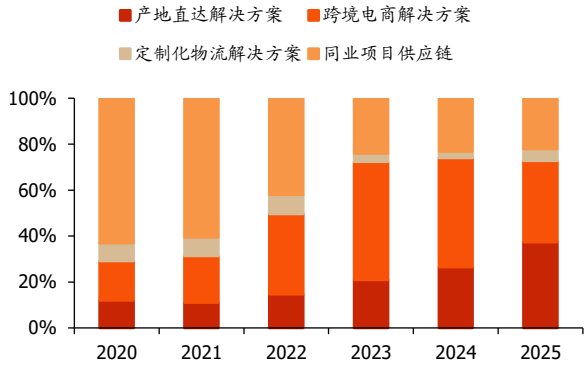
从“卖运力”到“卖方案”，率先完成商业模式升级。航空运力资源受周期因素影响较大，而“物流解决方案”聚焦客户服务溢价与客户粘性，具备较强的去周期化。东航物流是国内三大航货运平台较早完成从资源分配方到物流服务集成商转变的企业，其综合物流解决方案已构筑“第二成长曲线”；公司旗下货站为浦东机场仅有的 2 家跨境电商监管库之一，直接承接头部平台直邮货源，形成了一定经营壁垒。从商业模式周期性上讲，综合物流服务方案以收取服务费、操作费及供应链管理费等为主，利润波动小于航空货运业务，对冲运价下行时的压力，较好地平滑了运价周期的影响：2020-2025 年，公司综合物流解决方案业务毛利率基本维持在 14%-18%。

图表73：综合物流解决方案毛利润及毛利率（亿元，%）



资料来源：东航物流公司公告，Wind，国盛证券研究所

图表74：东航物流综合物流服务结构（%）



资料来源：东航物流公司公告，东航物流招股说明书，Wind，国盛证券研究所

聚焦高附加值赛道，赋能服务模式转型。深耕长三角地区电子、医药、生鲜、特货资源土壤，公司综合物流服务聚焦跨境电商解决方案、产地直达解决方案、同业项目供应链以及定制化物流解决方案。基于履约产品异质性，公司打造了不同的产品方案以更好地满足服务需求。2020-2025 年，公司综合物流服务收入总体稳定增长，2025 年受跨境小包免税政策影响跨境电商解决方案业务收入减少；其中，产地直达解决方案业务收入保持较高增速，2020-2025 年收入 CAGR 达 46%。

图表75：东航物流产品体系图



资料来源：东航物流公司公告，国盛证券研究所

3.3.3 先发优势沉淀客户资源，增强业务粘性

混改引战，客户沉淀领先行业。2017 年，东航物流通过“国有股减持+引入战略投资者+核心员工持股“的三重安排，混改引入联想控股、普洛斯、德邦、绿地等产业资本及核心员工持股，完善“干+仓+配”业务布局。混改不仅成功带来资本，也加速了公司市场化发展步伐，引入了供应链客户资源，与产业资本实现了战略资源的有效衔接：依托混改引入的战略股东资源，公司与联想控股体系内的跨境物流、生鲜冷链、物流金融等企业实现全方位对接，以“资本纽带+业务协同”双轮驱动深化互利共赢；同时联合各方股

东挖掘航空物流产业链投资潜力，前瞻布局跨境电商、生鲜冷链等高景气赛道，夯实支撑企业中长期发展的产业生态圈。混改完成后，公司财务状况得到明显改善，资产负债率由 2016 年的 88%下降至 2017 年的 63%，低于世界一流航空物流企业 75%的资产负债率水平。

业务粘性高，方案设计能力具备一定壁垒。头部平台客户、产地直达长协以及医药冷链渠道建设需要长期磨合与积累，一旦嵌入客户供应链，切换成本高，构筑了较强的客户粘性壁垒。同时，综合物流方案的设计、关务、供应链计划能力由长期项目沉淀而成，短期复制难度较高。

图表76：东航物流旗下中货航顺利通过医药产品 GDP（Good Distribution Practice）管理体系认证



资料来源：东航物流公众号，国盛证券研究所

中国物流资本持股，战略协同升级。2026 年 4 月中国物流集团资本管理公司签署协议转让，5 月正式成为东航物流第二大股东。中国物流集团业务覆盖陆路运输、港口物流、跨境货代、仓储配送等领域，拥有稳定的货源组织及末端配送服务优势，与东航物流的航空干线运力、货站资源形成垂直互补，直接赋能东航物流货源组织与末端交付能力，加速了东航物流向“天地一体，全链协同”的综合物流服务商转型的步伐。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测：“天网+地网”资源壁垒，高附加值货物运输需求支撑增长

主要假设：

1）收入端：公司主营业务收入由三部分组成：航空速运、综合物流解决方案以及地面综合服务。全球航空货运需求在 AI 等高附加值货物驱动下维持景气，跨境电商支撑基本需求；公司持续引进全货机，客机腹舱独家经营协同深化，我们预计 2026-2028 年公司航空速运营业收入增速分别为+34.6%/+11.3%/+8.1%，整体维持较高增速；随着跨境电商直邮小包免税政策冲击逐步消化以及公司产地直达业务等业务的不断开拓，预计综合物流解决方案收入增速分别为+21.7%/+12.5%/+9.1%，逐步回归稳健增长。地面综合服务方面，依托上海的区位优势，凭借“天网+地网”协同有效满足了客户一体化操作需求，我们预计 2026-2028 年地面综合服务收入增速分别为+6.0%/+5.5%/+5.0%。

2）成本与毛利端：公司主营业务成本主要由运输服务价款、航油费及贸易成本组成。随着公司营业规模的不断扩大，运输服务价款预计随腹舱业务量增长而呈现上升趋势，2026 年国际航线恢复及地缘因素带动航油费同比大增，同时产地直达等业务扩张推升贸易成本，预计 2026-2028 年运输服务价款增速分别为+22.8%/+8.9%/+8.0%、航油费增速分别为+94.4%/+10.7%/+5.2%、贸易成本增速分别为+20.0%/+15.0%/+10.0%，公司整体主营业务成本增速分别为+28.8%/+10.9%/+8.2%。综合来看，2026 年主营业务成本增速略高于主营业务收入增速，预计 2026-2028 年主营业务毛利率分别为 17.6%/18.0%/18.0%，较 2025 年的 19.6%有所回落。

3）费用端：随着公司收入规模的不断扩大，经营杠杆将持续，预计公司期间费用率有显著优化，费用化的研发费用率维持稳定。

综上所述，我们预计公司 2026-2028 年主营业务收入分别为 305/339/367 亿元，同比增速 +25.8%/+11.3%/+8.2%；归母净利润 30/34/37 亿元，同比增速 +11.1%/+12.7%/+9.6%，归母净利率 9.8%/9.9%/10.0%；EPS 分别为 1.9/2.1/2.3 元/股。

图表77：东航物流财务数据预测（亿元，%，元/股）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**240**	**242**	**305**	**339**	**367**
YoY	16.7%	0.8%	25.8%	11.3%	8.2%
其中：					
航空速运	90	109	147	164	177
	-0.9%	20.8%	34.6%	11.3%	8.1%
综合物流解决方案	125	106	130	146	159
	36.7%	-14.7%	21.7%	12.5%	9.1%
地面综合服务	25	27	28	30	31
	6.9%	5.6%	6.0%	5.5%	5.0%
主营业务成本	**194**	**195**	**251**	**278**	**301**
YoY	19.8%	0.6%	28.8%	10.9%	8.2%
其中：					
运输服务价款	53	55	67	73	79
YoY	46.7%	2.4%	22.8%	8.9%	8.0%
航油费	30	31	60	67	70
YoY	-9.2%	4.0%	94.4%	10.7%	5.2%
贸易成本	19	30	36	41	45
YoY	89.5%	53.1%	20.0%	15.0%	10.0%
主营业务毛利润	**47**	**47**	**54**	**61**	**66**
YoY	5.2%	1.6%	13.5%	13.3%	8.6%
其中：					
航空速运	18	22	26	30	33
	-21.2%	23.2%	21.6%	14.8%	10.1%
综合物流解决方案	20	17	17	20	21
	60.8%	-12.8%	-4.0%	17.9%	9.8%
地面综合服务	9	8	11	11	11
	-4.5%	-8.7%	28.8%	2.7%	2.2%
主营业务毛利率	**19.4%**	**19.6%**	**17.6%**	**18.0%**	**18.0%**
△	-2.1	0.2	-1.9	0.3	0.1
归母净利润	**27**	27	30	34	37
YoY	8.0%	0.0%	11.1%	12.7%	9.6%
归母净利润率	**11.2%**	**11.1%**	**9.8%**	**9.9%**	**10.0%**
YoY	-0.9	-0.1	-1.3	0.1	0.1
EPS	**1.7**	**1.7**	**1.9**	**2.1**	**2.3**

资料来源：东航物流公司公告，Wind，国盛证券研究所

4.2 估值：采用 P/E 相对估值法进行估值，给予目标价 23.32 元/股

我们选取物流行业华贸物流、中国外运、顺丰控股及极兔速递作为可比公司。东航物流是我国领先的综合物流企业，全货机机队规模处行业领先。高附加值货物运输需求增长及跨境电商整体景气，支撑航空速运业务持续发展；公司积极探索综合物流服务，有望凭借上海区位优势以及“天网+地网”的资源禀赋优势夯实“第二成长曲线”；地缘扰动推高空运运价，空运产业顺价通畅，公司直接受益。**我们给予公司 2027 年目标 P/E11x，结合公司 2027 年 EPS 预测 2.1 元/股，对应合理估值 23.32 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。**

图表78：东航物流可比公司估值表

证券代码	公司	业务类型	货币单位	收盘价	EPS			PE		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
1519.HK	极兔速递-W	物流	USD	1.23	0.06	0.08	0.10	20	15	12
002352.SZ	顺丰控股	物流	CNY	31.62	2.31	2.60	2.91	14	12	11
603128.SH	华贸物流	物流	CNY	5.76	0.36	0.42	0.49	16	14	12
601598.SH	中国外运	物流	CNY	6.56	0.50	0.52	0.54	13	13	12
	物流平均							**16**	**13**	**12**

资料来源：Wind，国盛证券研究所注：1）股价为 2026 年 9 月 9 日收盘价；2）顺丰控股 EPS、极兔速递-WEPS 数据为国盛证券预测，其余均为 Wind 一致预期

风险提示

1）宏观经济波动：航空货运与经济发展紧密相关，若宏观经济出现波动，或对公司经营及盈利产生影响；

2）跨境电商免税政策变化：欧美陆续取消跨境小额包裹免税政策对空运产生影响，若其他国家或地区也陆续取消相关免税政策，也会冲击空运需求；

3）航空货运运价周期波动风险：航空货运运价有明显的周期性特征，若运价超预期下跌，或对公司盈利产生不利影响；

4）油价大幅上涨风险：目前油价已从极高点步入下行区间，但若油价超预期走高，亦会对公司营业成本产生显著冲击；

5）客机腹舱独家经营协议定价风险：目前公司独家经营中国东航客机腹舱，如定价机制转向对公司不利的方向，或影响公司盈利；

6）人民币大幅贬值风险：目前人民币呈现持续升值走势，但如若人民币出现大幅贬值，或对公司汇兑收益产生影响；

7）测算误差风险：本文基于细分运输品类行业增速对航空货运行业整体供需进行测算，或存在一定估计及测算误差。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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

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

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

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

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com