

全货机供给不足，看好货运物流龙头超额成长

2025年01月25日

东航物流为国内航空货运首股，背靠中国东方航空集团，盈利中枢持续抬升。

1) 中国东方航空集团为公司第一大股东，持股比例 40.5%，国资委为实际控人。2) 盈利表现：公司盈利中枢抬升。2016-2019 年公司归母净利率在 5%-10% 之间，自 2020 年起公司净利率突破 10%，2024Q1-3 归母净利 20.7 亿元，归母净利率为 12%，同比+24%，主要由于 2024 年全球经贸平缓复苏，国际航线需求旺盛，叠加品牌出海崛起，跨境四小龙带来新的增长动力。3) 资产负债率下降，持续积累现金流。2022-2023 及 2024 年三季度末公司资产负债率分别为 43.7%、40.9%、33.3%。经营活动现金净流实现跳跃式增长，2019 年首次上 10 亿台阶，2020 年首次上 30 亿台阶，2021-2023 年稳定在 50 亿以上高位。

行业方面，全货机供需趋紧，或推动运价抬升。1) 全货机在航空货运中扮演重要角色。全货机全球运力占比仅不足 8%，在航空货运量占比高达 54%。远航运输全货机占比高位。全货机货运量占比看，亚洲-北美航线约为 79%，欧洲-东亚航线约为 69%。2) 需求：受益于全球经济增长与跨境电商高速发展。2024 年 1-11 月全球航空货运总需求按货运吨公里 (CTKs) 同比增长 11.8%，其中国际需求增长 13.1%，连续 16 个月实现增长。2024Q1-3 中国跨境电商进出口额达 1.88 万亿元，同比增长 11.5%，创历史新高。3) 供给：主机厂产能爬坡缓慢，叠加部分短期或面临超期退役问题。约有 120 架全货机机龄超过 30 年，占比 18.5%，飞机的典型使用寿命为 30-35 年。

东航物流作为跨境空运龙头企业，具备资源壁垒优势，享受运价上涨带来的业绩弹性。1) 航空速运业务包括全货机运输和客机货运业务两种形式，兼具自有全货机资产优势、优质航权时刻资源、独家运营东方航空客机资源。截至 2023 年末，公司拥有 14 架 B777 全货机，平均机龄仅 3.5 年，拥有上海、深圳至多个国际货运枢纽的 15 条全货机定班航线，并独家经营东航股份近 800 架客机的货运业务。2) 地面综合服务：卡位关键货运枢纽资源。公司拥有面积 125 万平方米的 6 个近机坪货站、1 个货运中转站，也是浦东机场仅有的两家运营跨境电商集中监管库的企业之一。2020-2023 年，公司在上海两场完成的货邮处理量占两场货邮总处理量比例均超 50%。3) 综合物流解决方案：进出口同步发力，跨境电商提供全新增量需求。公司强化直客营销、服务头部跨境平台等核心客户，综合物流解决方案比重持续提升，2021-2023 年毛利占比分别为 16%、22%、28%，2024Q1-3 为 39%，同比+75.7%。4) 公司享受运价上涨带来的业绩弹性。我们测算，运价每变动 1%，全货机毛利变动 0.9 亿元；此外，油价每变动 1%，全货机毛利变动 0.3 亿元。

投资建议：公司作为航空物流龙头企业，航空物流资源优势显著，随着未来全货机架数增长，看好公司跨境业务增长潜力。我们预计公司 2024-2026 年实现营收 244.5/268.4/290.4 亿元，归母净利润分别为 27.2/34.4/38.2 亿元，EPS 分别为 1.71/2.17/2.41 元，PE 为 10/8/7 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：航油价格上行风险；汇兑损失风险；跨境电商需求增长不及预期。
盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	20,621	24,445	26,843	29,037
增长率 (%)	-12.1	18.5	9.8	8.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,488	2,719	3,441	3,819
增长率 (%)	-31.6	9.3	26.6	11.0
每股收益 (元)	1.57	1.71	2.17	2.41
PE	11	10	8	7
PB	1.8	1.5	1.3	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 1 月 24 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

17.08 元



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@mszq.com

目录

1 国内航空物流领军企业	3
1.1 航空物流龙头，国内首家民航混改企业	3
1.2 收入结构优化，盈利中枢抬升	6
2 航空货运供需趋紧抬升运价中枢，大陆地区航空运价更具弹性	11
2.1 全货机在航空货运中扮演重要角色，我国货机航空货运快速发展	11
2.2 需求：受益于全球经济增长与跨境电商高速发展	12
2.3 供给：全货机供给有限，部分短期面临超期退役问题	16
2.4 行业对比：东航物流&国货航	18
3 全货机与货站资产资源构成壁垒底盘，跨境电商业务带来弹性增量	24
3.1 航空速运：全货机与航权时刻资源筑壁垒	24
3.2 地面综合服务：卡位关键货运枢纽资源，构筑业务护城河	28
3.3 综合物流解决方案：进出口同步发力，跨境电商高速发展提供全新增量需求，有望释放业绩弹性	30
4 盈利预测与投资建议	34
4.1 盈利预测假设与业务拆分	34
4.2 利润敏感性分析	38
4.3 估值分析	38
4.4 投资建议	39
5 风险提示	40
插图目录	42
表格目录	43

1 国内航空物流领军企业

1.1 航空物流龙头，国内首家民航混改企业

国内航空货运首股，混改为发展注入新动力。

2004年8月公司前身东远物流成立，由东航股份、中货航与中远集团三家企业共同持股。

2016年11月，国家发改委同意公司的混合所有制改革试点总体方案，公司成为国内首家民航混改企业。

2017年，公司引入联想控股、珠海普东物流、德邦股份、绿地投资公司、天津睿远共计5家非国企外部资本，推动航空物流全产业链的业务整合，为公司发展注入新动力。

2018年12月公司更名为东方航空物流股份有限公司。

2021年6月，公司于上交所上市，成为国内首家航空货运上市公司。

图1：东航物流历史沿革



资料来源：东航物流公告，民生证券研究院

股权结构多元化，混改激发企业活力。

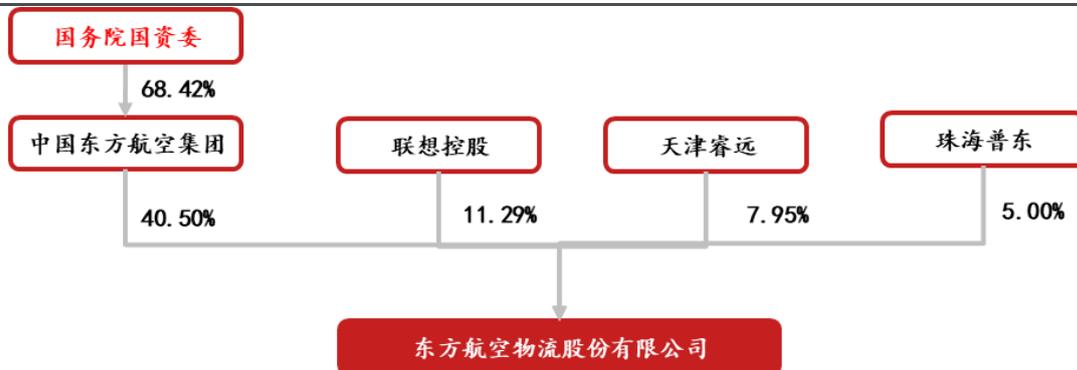
东航集团成为公司第一大股东，国资委为实际控人。2023年末，中国东航集团与东航集团的全资子公司东航产投签订了《国有产权无偿划转协议》，2024年1月，东航集团获得东航产投持有的东航物流40.5%股份，成为公司第一大股东。国资委通过东航集团间接持有公司27.71%股份。

混改激发企业活力，推动航空物流全产业链的业务整合。2017年公司引入联想控股、珠海普东物流、德邦股份、绿地投资公司、天津睿远5家非国有战略投资者及核心员工持股。

天津睿远为公司核心员工持股平台，截止2024年12月持有7.95%的股份，为公司第三大股东。公司通过引入的非国有投资者，达成国有和非国有航空物流全

产业链的业务整合，完善航空物流行业生态圈。

图2：截至 2024/12 东航物流股权结构图



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图3：东航物流上市以来减持情况

上市以来减持情况					
股东名称	日期	减持数量 (万股)	减持股比	减持前持股比例	当前持股比例 (截止2024/12/27)
津睿远企业管理合伙企业(有限合伙)	2024/11/19-2025/2/18	不超过4762.7万股	不超过3%	9.0%	6.92%
联想控股股份有限公司	2022/7/6-2023/1/5	4443	2.8%	18.1%	11.29%
	2023/1/12-2023/8/5	2551	1.6%	15.3%	
	2024/10/10-2025/1/9	不超过3175.1万股	不超过2%	13.3%	
珠海普东股权投资有限公司	2022/7/6-2022/10/5	1588		9.0%	5.00%
	2022/11/7-2023/2/22	2586	1.6%	8.0%	
	2023/2/28-2023/6/15	201	0.1%	6.4%	
	2024/10/10-2025/1/9	不超过1,571.7万股	不超过1%	6.2%	

资料来源：iFinD，民生证券研究院

公司为国内航空物流领军企业，构筑“天网+地网”服务网络，三大业务协同效应凸显。经过多年深耕，公司构建了行业独特的覆盖国内外主要枢纽的航线与地面服务网络：“天网+地网”。并将业务划分为航空速运、地面综合服务、综合物流解决方案三大板块，三大业务协同发展。

图4：东航物流“天网+地网”航空物流服务网络

“天网+地网”全球航空物流网络	
体系	对应资源
天网 以国际枢纽和区域枢纽机场为支点，构建国内-国际航线网络；以上海为核心枢纽，以广深为重要布局，逐步形成华东、华南两地运营的格局，打造了“欧美为主、亚太为辅”的高效国际航网结构和全面的天网体系。	全货机国际航网 ：拥有14架B777全货机，全部用于执飞欧美、东南亚、东北亚等国际及地区航线。 客机全球航网 ：公司独家经营东航股份近800架客机的货运业务，依托天合联盟网络、代码共享与SPA协议，国际航网通达全球166个国家和地区的1,050个目的地。 跨境生鲜快供应链航网 ：形成覆盖中国各大经济带并联通北美、中南美、东盟、日韩的“两轴四翼”跨境生鲜快供应链航网。
地网 在全国范围内拥有广阔的地面服务综合网络，构建了“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。	枢纽机场货站 ：拥有17个自营货站，覆盖了具有高网络价值和辐射带动效应的国内核心航空货运枢纽区域。 冷链仓储 ：公司在浦东、虹桥货站拥有冷库约8,900平方米，能够为客户提供从货物收运、安检、组装、库内驳运、仓储、直至机坪驳运、库内理货等全程冷链解决方案。 多式联运 ：推动航空物流客户资源向航空物流枢纽集聚，加快与高铁快运、中欧班列、行包快运、联运场站等铁路货运优质资源的衔接 海外网络 ：设有19个境外分支机构，形成了覆盖北美、西欧、东南亚、东北亚重点国家和城市的海外营销机构、操作站点和地面代理网络体系

资料来源：东航物流 2023 年年报，民生证券研究院

1) 航空速运：公司采用全货机运输和客机腹舱运输两种方式为客户提供覆盖全球主要航线网络的航空物流服务。

全货机运输方面，截至 2023 年末，公司拥有 14 架 B777 全货机，平均机龄仅 3.5 年，航网覆盖洛杉矶、芝加哥、法兰克福、阿姆斯特丹、纽约、伦敦等 16 个国际城市。公司 B777 全货机最大起飞重量为 347.5 吨，最大业载为 102 吨，设计航程为 4605 海里（约 8342 公里）。公司的全货机机队在 2024 年第一季度完成了对外出售两架 B747 全货机的处置工作。

客机腹舱运输方面，截至 1H24，公司独家经营东航股份近 800 架客机的货运业务，依托天合联盟网络、代码共享与 SPA 协议，国际航网通达全球 166 个国家和地区的 1050 个目的地。

2) 地面综合服务：截至 2024 年 H1，公司在全国拥有 17 个枢纽机场自营货站，共计 150 万平方米库区和操作场地，其中浦东、虹桥货站包含约 8900 平方米冷库。以此开展货站操作、多式联运、仓储业务，与航空速运业务形成协同与保障效应。

3) 综合物流解决方案：为客户提供定制化物流方案，满足客户多元化、高端化的需求。该板块由跨境电商解决方案、同业项目供应链、产地直达解决方案、定制化物流解决方案构成。

图5：东航物流三大核心业务


资料来源：东航物流 2024 年半年报，民生证券研究院

1.2 收入结构优化，盈利中枢抬升

营收及归母净利润整体实现快速增长。2021-2023 的全货机架数为 10、15、14 架。3 大业务板块货量稳步增长，叠加公共卫生事件后运力紧缺，大幅抬升运价中枢。

营业收入 2021-2023 年分别为 222.3、234.7、206.2 亿元，同比分别+47%、+6%、-12%，2024Q1-3 为 176.7 亿元，同比+24%。近年来波动较大的主要原因：

1) 2021 年全球物流供应链恢复较慢，供给侧要素资源紧缺，航空货运端量价齐升，当年公司货邮运输总周转量（亿吨公里）、货邮运输量同比分别+37%、+23.5%；同时，公司扩大自身机队规模，全货机数量同比+18%达到 10 架。

2) 2022 年全球贸易整体不容乐观，国际航空物流需求转弱，欧美国家通胀水平持续处于高位，加息和经济衰退预期在一定程度上抑制了企业投资和居民消费需求的增长动力；此外原油价格大幅提升，成本抬升。当年公司货邮运输总周转量（亿吨公里）、货邮运输量同比分别-12%、-21%。

3) 2023 年公司收入利润均呈现下滑，供给端国际客机腹舱快速恢复，需求端高科技、机电等传统空运货物需求出现较大幅度下滑，以消费品、服装为代表的跨境电商货物需求实现一定增长。当年公司货邮运输总周转量（亿吨公里）、货邮运输量同比分别+19%、+26%。**价格端**航空货运市场价格同比大幅下滑。

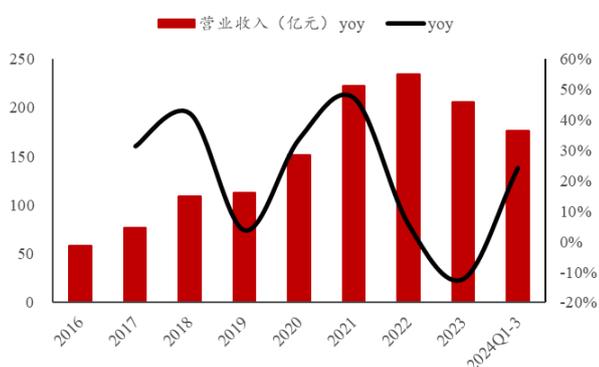
4) 2024 年全球经贸平缓复苏，国际航线需求旺盛。2024H1 国际航线货邮周转量、国际航线货邮运输量同比分别为+32.5%、+34.3%。品牌出海崛起，跨

境四小龙 (Temu、SHEIN、AliExpress 和 TikTok Shop) 带来新的增长动力。

盈利能力方面，公司盈利中枢抬升。2016-2019 年公司归母净利率在 5%-10%之间，自 2020 年起公司净利率突破 10%，2020-2023 年归母净利率抬升至 13%-18%区间。

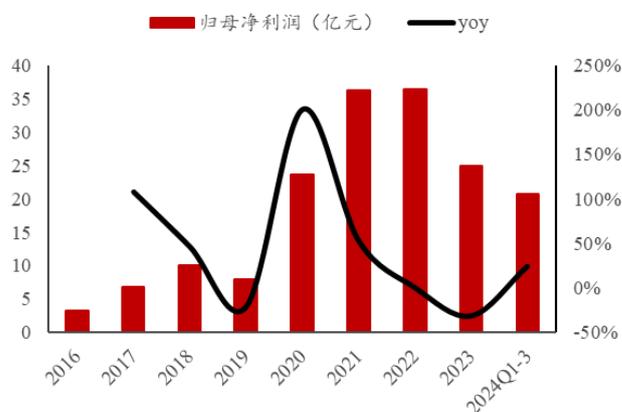
2021-2023 年公司归母净利分别为 36.3、36.4、24.9 亿元，同比+53%，+0.3%、-32%，净利率波动原因同营收，主要受到宏观经济和市场供需影响。2024Q1-3 归母净利 20.7 亿元，归母净利率为 12%，同比+24%。

图6：2016-2024Q1-3 东航物流营收 (亿元) 及同比



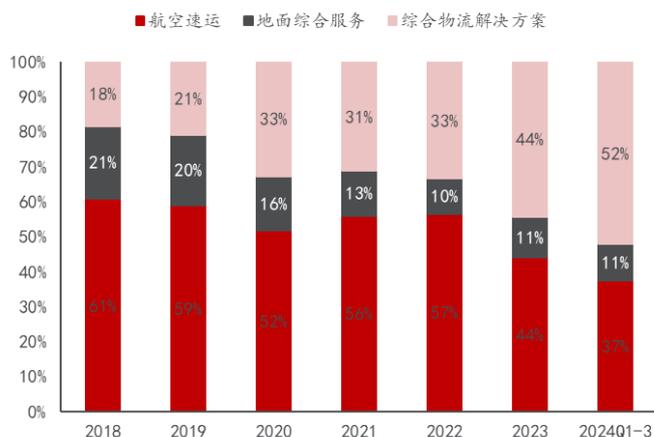
资料来源：Wind, iFinD, 民生证券研究院

图7：2016-2024Q1-3 东航物流归母净利 (亿元) 及同比



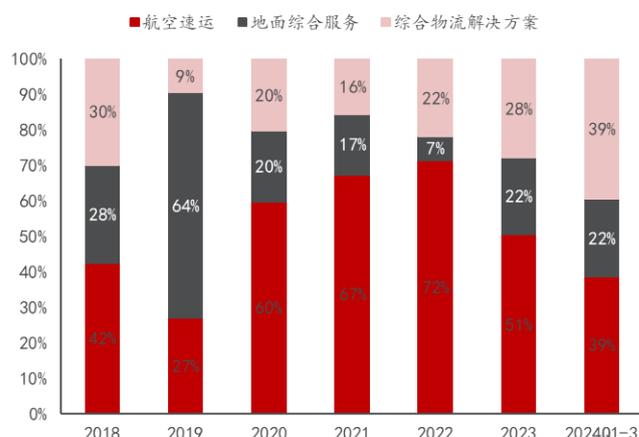
资料来源：Wind, iFinD, 民生证券研究院

图8：2018-2024Q1-3 年东航物流业务营收占比



资料来源：Wind, iFinD, 民生证券研究院

图9：2018-2024Q1-3 东航物流业务毛利占比



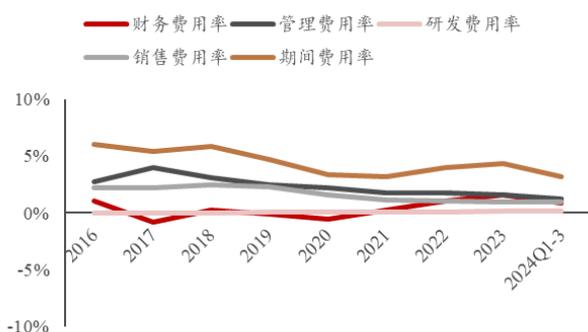
资料来源：Wind, iFinD, 民生证券研究院

费用得到有效管控。费用率方面，2016-2024 年前三季度，公司各项费用率得到较好管控，管理费用率和销售费用率均实现大幅度下降。期间费用率整体呈下

行趋势，自 2016 年的 6.03% 降至 2023 年的 4.33%，下降 1.7pct。

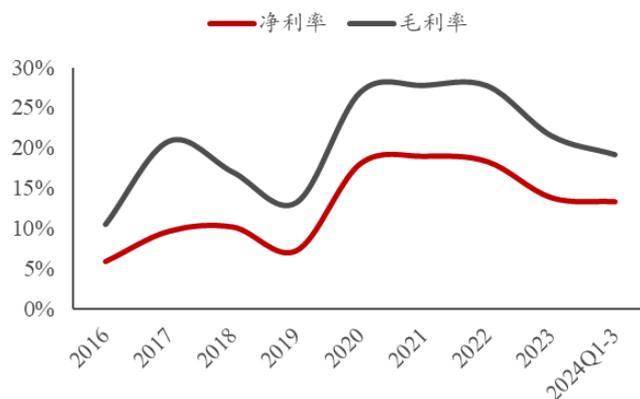
财务费用方面，公司自 2021 年 1 月 1 日起实行新租赁准则，根据准则要求，经营性租赁资产在资产负债表“使用权资产”项列示，对应的成本核算由原“租赁费”科目调整为“折旧费”和“财务费用”。因此公司 2021 年起财务费用同比提升 1.2 亿元至 0.48 亿元，后续随着机队规模扩张，2022-2023 年分别为 2.5、3.3 亿元。

图10：2016-2024Q1-3 东航物流各项费用率 (%)



资料来源：Wind, iFinD, 民生证券研究院

图11：2016-2024Q1-3 东航物流毛利率和净利率 (%)



资料来源：Wind, iFinD, 民生证券研究院

公司 2021-2023 年营业成本分别为 160、170、162 亿元，同比分别 +45.4%、+5.7%、-4.6%，成本波动主要受营业收入影响，与营收同向变动。

公司前五大成本为：航空运费成本/运输服务价款/航油费/折旧/短期薪酬，2023 年占比分别为 28%/22%/20%/9%/8%；其他成本包括飞机经营租赁费用/飞发修理费用/地面服务费/租赁费/起降费/航路费/其他，2023 年占总成本的比重合计为 13%。

近年来公司因业务结构变化成本相应发生较大变化：

1) 航空运费成本：主要为综合物流解决方案涉及的运力采购费用。2021-2023 年成本分别为 13.4、19.3、44.7 亿元，占总成本的比重分别为 8%、11%、28%，2023 年同比大增 131%至 44.7 亿元，主要由于综合物流解决方案业务量增加，采购外航运力增加所致。

2) 运输服务价款：指客机腹舱承包/客机货运业务，2020 年初至今，公司客机货运业务转变为独家经营模式，在此方案下，公司向东航股份支付运输服务价款。2021-2023 年成本分别为 83.1、77.7、36.3 亿元，占总成本的比重分别为 52%、46%、22%，2023 年同比-53%，大幅下降主要由于客改货逐步退出，客机货运业务运输服务价款同比下降。

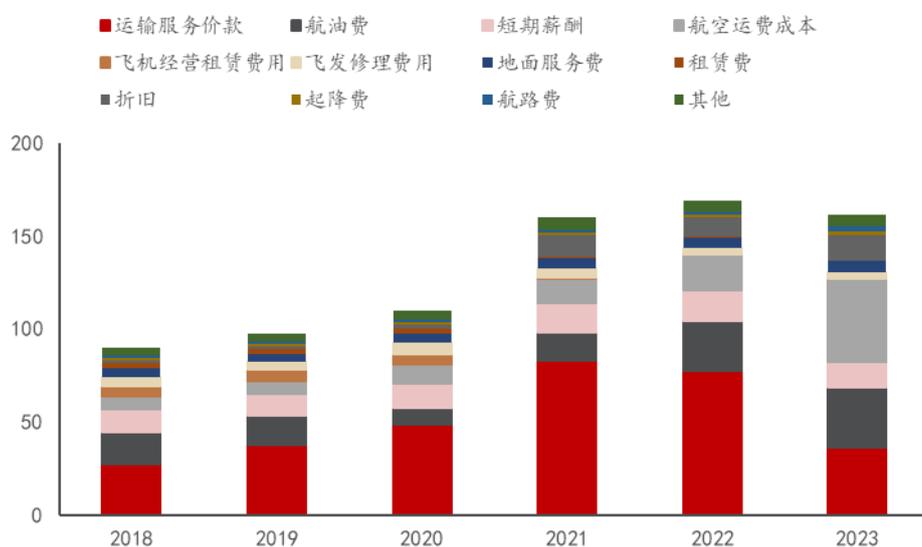
3) 航油费：为自身运力在完成该类业务中所耗用的燃油成本。2021-2023 成

本分别为 15.3、26.7、32.9 亿元，占总成本的比重分别为 10%、16%、20%，同比+67.5%、+74.3%、+23.2%，主要为公司航油价格上升、公司业务量增加使得航油消耗量增加所致。

4) 折旧: 2018-2020 年为 1.5-2 亿元, 2021-2023 分别为 11.8、10.4、13.9 亿元, 占比分别为 7%、6%、9%。**2021 年增加近 10 亿元主要由于:** 公司执行新租赁准则影响经营性租赁飞机的租金部分计入折旧,且公司 2020 年底引进 2 架 B777 及一台备发而增加折旧费用。

5) 短期薪酬: 主要为飞行人员工资, 其变动主要和飞行小时数相关。2021-2023 年成本分别为 15.6、16.5、13.3 亿元, 占比分别为 10%、10%、8%。

图12: 2018-2023 年东航物流营业成本拆分 (亿元)



资料来源: Wind, iFinD, 民生证券研究院

资本结构持续改善, 运营能力业内领先。

资本结构方面, 公司资产负债率持续下降, 2022-2023 及 2024 年三季度末公司资产负债率分别为 43.7%、40.9%、33.3%。2022 年国货航和南航物流分别为 12.1%、21.2%。国内航司资产负债率显著低于海外物流公司。

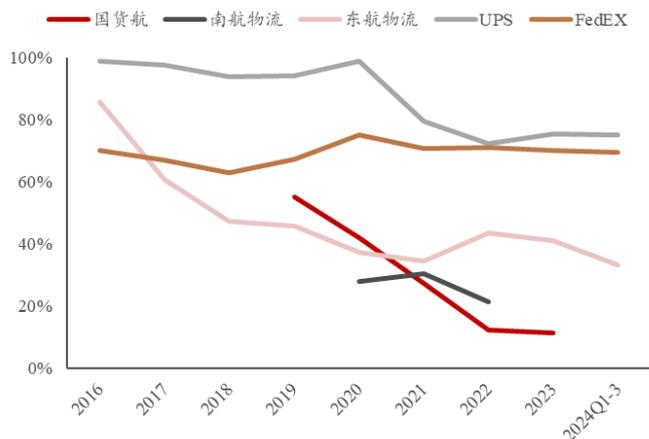
经营活动现金净流量看, 公司实现跳跃式增长, 2019 年首次上 10 亿台阶, 2020 年首次上 30 亿台阶, 2021-2023 年稳定在 50 亿以上高位, 分别为 58.8、54.2、52.4 亿元。

ROE 和 ROA 看, 受到宏观经济和市场供需影响, 运价中枢下行, 公司盈利能力承压, 2021-2023 年公司 ROE 分别为 44.76%、29.68%、17.17%; ROA 分别为 31.05%、19.46%、10.41%。

公司运营能力看, 公司回款能力较强, 2021-2023 年公司应收账款周转率分别为 11.27、11.17、11.10 次; 2021-2023 年公司应收账款周转天数分别为 31.93、

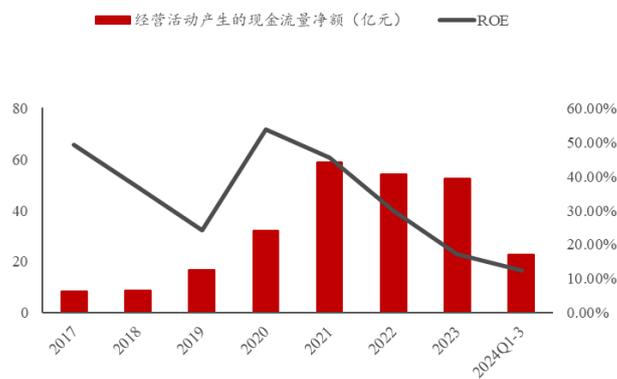
32.22、32.43 天，整体保持稳定。

图13: 2016-2024Q1-3 各公司资产负债率 (%)



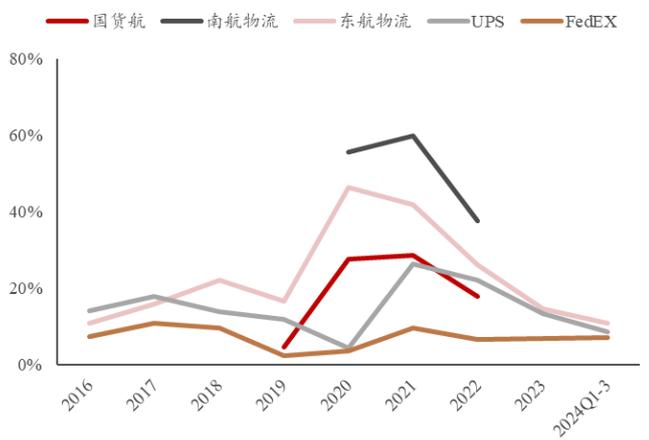
资料来源: Wind, iFinD, 民生证券研究院
注: 国货航及南航物流因未上市最新数据不完整。

图14: 2017-2024Q1-3 年东航物流经营现金流 (亿元) 及 ROE



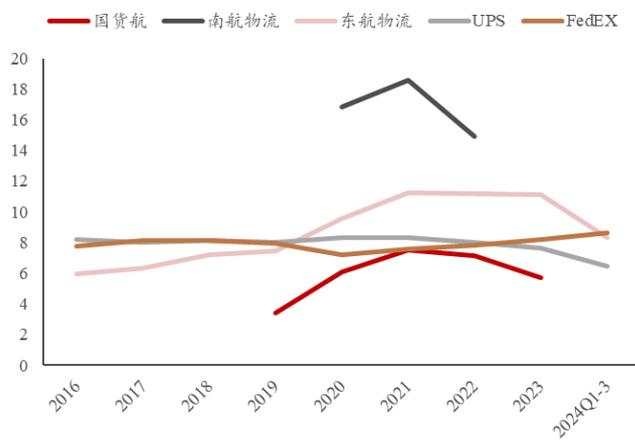
资料来源: Wind, iFinD, 民生证券研究院

图15: 2016-2024Q1-3 各公司总资产报酬率 (%)



资料来源: Wind, iFinD, 民生证券研究院
注: 国货航因刚上市, 南航物流因未上市最新数据不完整。

图16: 2016-2024Q1-3 各公司应收账款周转率 (次)



资料来源: Wind, iFinD, 民生证券研究院
注: 国货航因刚上市, 南航物流因未上市最新数据不完整。

2 航空货运供需趋紧抬升运价中枢，大陆地区航空运价更具弹性

2.1 全货机在航空货运中扮演重要角色，我国货机航空货运快速发展

1) 我国货机航空货运快速发展

我国国际航空货运保持快速增长趋势：2024 年，国际航线货邮运输量完成 360.6 万吨，同比增长 29.3%，较 2019 年同期大幅增长 49.1%。

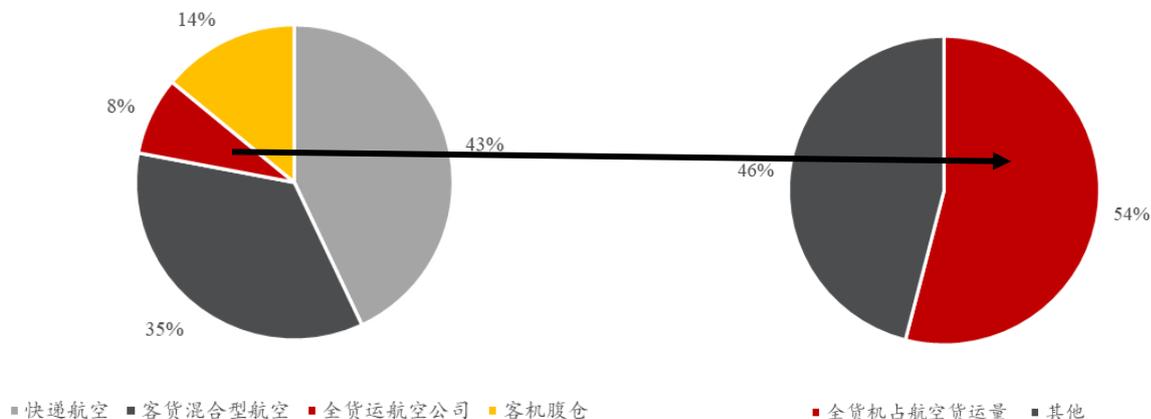
国际货运航班保持高位运行：2024 年 1-11 月，国际航线货邮运输量完成 342.4 万吨，同比+30%，较 2019 年同期增 42.5%。货邮周转量 246.9 亿吨公里，同比增长 29.3%，较 2019 年同期增长 49.0%。从区域来看，东南亚、中西亚、南亚、欧洲、美洲等区域的航班量与 2019 年同期相比涨幅都超过 100%。

市场主体国际竞争力进一步。国内航空公司、机场、货运代理以及电商平台等市场主体积极参与国际航空市场竞争。2024 年 1-10 月，中方公司国际航线市场份额超过四成，比 2019 年增加 5.7 个百分点。

2) 全货机在航空货运中扮演重要角色

航空货运领域主要分为四部分，全货机为主要承运方：快递航空，客货混合型航空，全货运航空公司，以及纯客机腹舱，份额分别为 43%、35%、8%、14%。全货机运力占比仅不足 8%，在航空货运量占比高达 54%。

图17：2023 年航空货运运力及货量占比

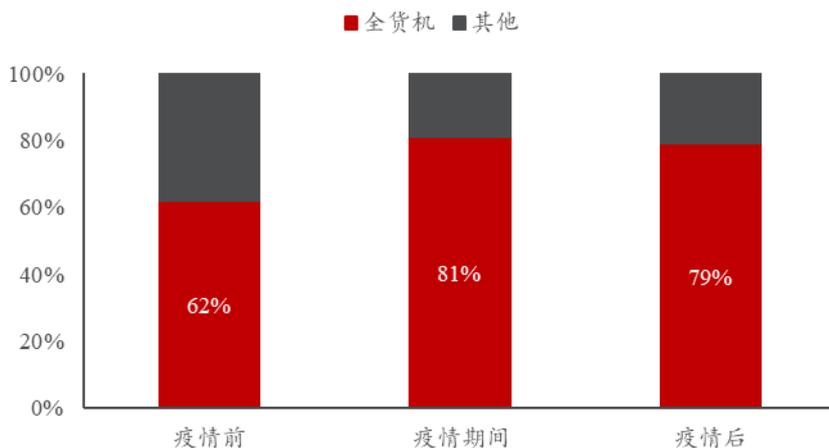


资料来源：华夏时报，民生证券研究院

货机在东西向主要市场的航空货运量中扮演了非常重要的角色。例如亚洲-北美航线，货机货运量在公共卫生事件前、公共卫生事件期间和公共卫生事件后分别

为 62%、81%、79%；公共卫生事件后，**欧洲-亚洲航线**，货机货运量占比高达 73%，其中，欧洲-东亚的航线货机货运量占比 69%，保持公共卫生事件期间的比例。

图18：亚洲-北美航线全货机占比



资料来源：CARNOC，民生证券研究院

2.2 需求：受益于全球经济增长与跨境电商高速发展

根据 2025 年 1 月联合国发布《2025 年世界经济形势与展望》(WESP) 报告预测，2025 年全球经济增长率将维持在 2.8%，与 2024 年持平。

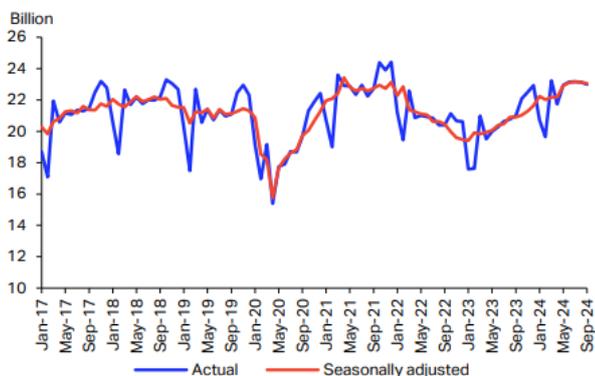
1) 国际空运市场需求增速大于供给增速：

需求：2024 年 1-11 月全球航空货运总需求按货运吨公里 (CTKs) 同比增长 11.8%，其中国际需求增长 13.1%。 11 月单月，全球航空货运总需求按货运吨公里 (CTKs) 同比增长 8.2%，其中国际需求增长 9.5%，**连续 16 个月实现增长。**

供给：2024 年 1-11 月全球航空货运运力 (可用货运吨公里, ACTKs) 同比增长 7.7%。 11 月单月，全球航空货运运力 (可用货运吨公里, ACTKs) 同比增长 4.6%，其中国际运力增长 6.5%。

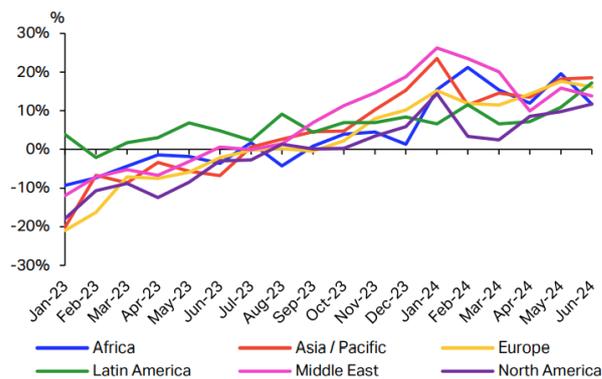
国际空运市场需求亚太区域贡献近半增速。1H24 航空货运需求回暖, CTK 同比增长 13.4%。 根据 IATA 数据，2023 年全球航空货运需求小幅下降，同比下降 1.9%；1H24 全球航空货运需求回暖，同比增长 13.4%，其中亚太地区和欧洲地区航司对需求增速贡献最大，分别占 40%和 24%。**中国航空货运需求增速较快**，航空货物周转量创新高，同比增长 11.62%至 283.62 亿吨公里；2023 年航空货运量同比增长 21.02%至 735.38 万吨。

图19: 全球航空货运吨公里 CTK (单位: 十亿吨公里)



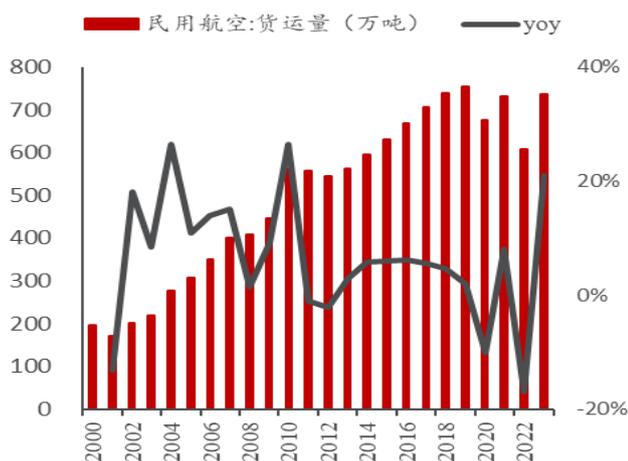
资料来源: IATA, 民生证券研究院

图20: 全球航空货运吨公里增速-分地区 (%)



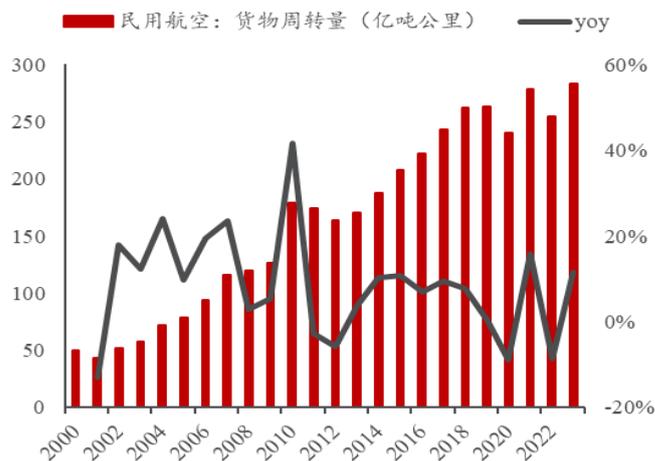
资料来源: IATA, 民生证券研究院

图21: 2000-2023 年国内航空货运量 (万吨)



资料来源: Wind, iFinD, 民生证券研究院

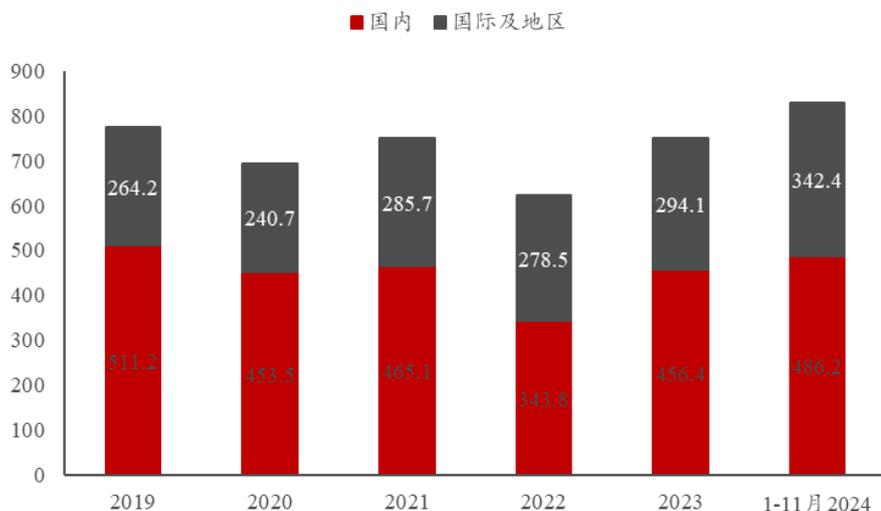
图22: 2000-2023 年航空货物周转量 (亿吨公里)



资料来源: Wind, iFinD, 民生证券研究院

2) 我国航空货运需求持续增长, 国际航线需求较为旺盛。

24年前11月中国民航全行业共完成货邮运输量828.6万吨,同比增长22.8%,较2019年同期增长18.1%;其中国际及地区航线完成342.4万吨,同比增长29.8%,较2019年同期大幅增长42.5%。

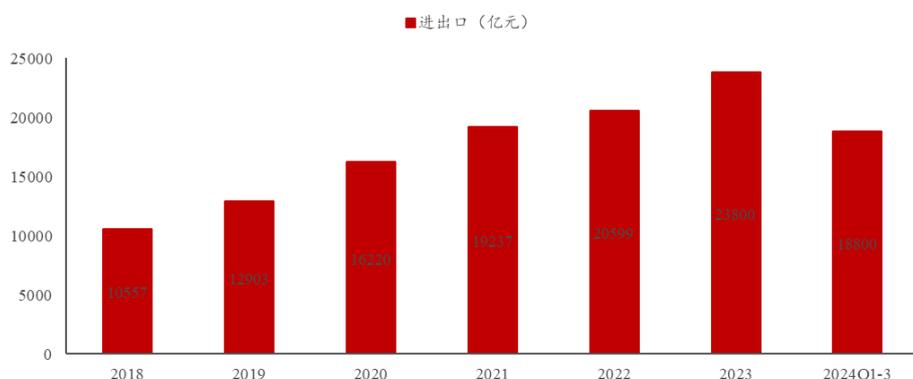
图23：2019-2024年1-11月中国民航货邮运输量（万吨）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

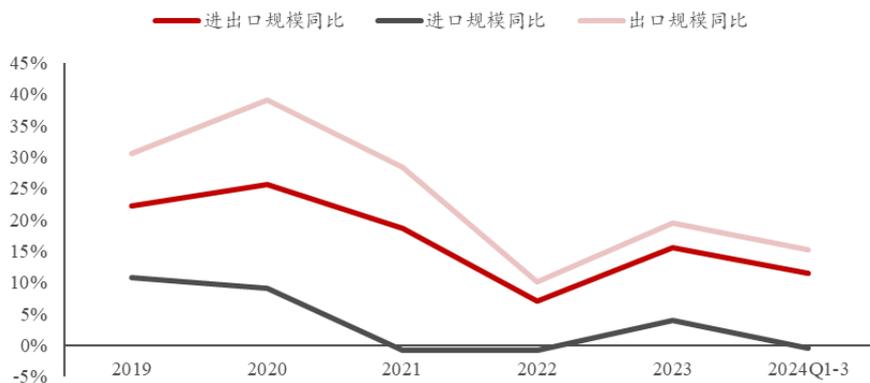
3) 跨境电商市场规模快速增长，持续催化物流需求落地。

2013-2022年，美国、欧盟、东南亚等区域线上消费不断增加，跨境电商渗透率持续走高，由2018年的1.06万亿元快速增长至2023年的2.38万亿元，2018-2023年间CAGR达17.7%。根据商务部数据，2024Q1-3中国跨境电商进出口额达1.88万亿元，同比增长11.5%，创历史新高。

据艾媒咨询测算，全球电商市场规模于2020年达10.3万亿美元，2016-2020年复合年增长率为19.2%；预计2028年将增长至33.3万亿美元，2020-2028年复合年增长率为15.8%。跨境电商市场规模快速增长，持续催化跨境航空物流需求落地。

图24：2018-2024Q1-3中国跨境电商进出口规模数据（亿元）


资料来源：中国海关总署，艾媒咨询，民生证券研究院

图25：2019-2024Q1-3 中国跨境电商进出口规模同比增长率 (%)


资料来源：中国海关总署，艾媒咨询，民生证券研究院

跨境电商行业高景气，中国跨境电商“四小龙” (Temu、TikTok Shop、AliExpress 和 SHEIN) 蓬勃发展。权威数据分析机构 Data.ai 最新发布的《2024 移动市场报告》显示，中国跨境电商“四小龙”平台下载量激增，霸榜 2023 年全球购物类应用下载增速排行榜前 4 名。

Temu、TikTok Shop、AliExpress 和 SHEIN 分别在 2024 年定下 600 亿美元、500 亿美元、850 亿美元~900 亿美元和 630 亿美元的交易额目标，分别对应的是 233%、150%、约 125%和 40%的增长。

以 Temu 为例，仅成立不到 2 个月登顶美国应用榜第一：

2022 年 9 月 1 日，拼多多跨境电商平台正式在海外上线，首站将面向北美市场，该平台命名为 Temu，**10 月 18 日，Temu 超越 Amazon Shopping 登顶美国 App Store 免费购物应用榜单第一。**

2023 年 Temu 下载量达到 3.372 亿次，成为全球下载量最大，增长最快的电商应用。

2024 年上半年，Temu 的销售额达到了约 200 亿美元，已超 2023 年全年的销售额 180 亿美元。其中第二季度 GMV 约 120 亿美元，美国市场占比近 45%。

我国跨境电商行业快速发展衍生出对全货机的大量需求：2023 年 12 月之前 SHEIN 空运量达 3000 吨/天。12 月旺季电商的出货量激增，以 SHEIN 为例，2023 年 12 月空运量提升较日常提升 67%至 5000 吨/天。

SHEIN、TEMU、阿里巴巴、抖音，2023 年 12 月四大跨境电商空运量合计约 10800 吨/天，相当于 108 架 777 货机的载货量。

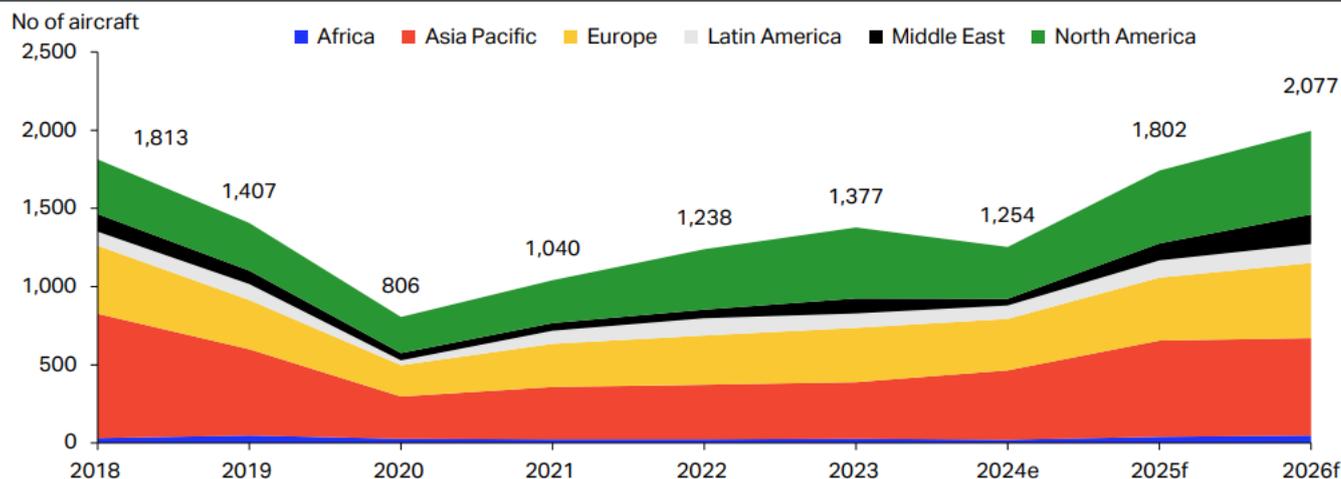
2.3 供给：全货机供给有限，部分短期面临超期退役问题

1) 主机厂产能爬坡缓慢，全球宽体货机供给受限。

目前波音为全球大型宽体货机主要供应商，目前产能并未恢复至公共卫生事件前水平，空客的宽体货机产线处于刚起步阶段，产能爬坡缓慢。上游生产商产能有限，导致宽体货机供给受限，洲际航空物流市场运力供给趋紧。根据 IATA 数据，2024 年全年飞机交付为 1254 架，同比下滑 8.9%。IATA 预计 2025 和 2026 年全球飞机交付量将达到 1802、2077 架，有望恢复至公共卫生事件前水平。

飞机订单积压严重，根据 IATA 数据，截至 2024 年 12 月，当前未完成交付的订单累计数量已达到 1.7 万架，创下行业新高。按照目前的交付速度，需要 14 年才能完成交付。

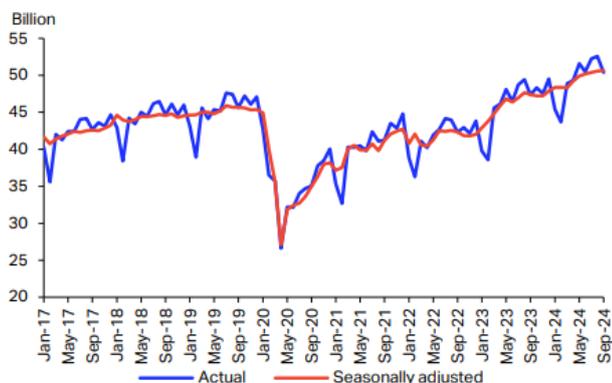
图26：全球飞机交付量-分地区（架）



资料来源：IATA，民生证券研究院
注：2024 年数据为已交付+预计交付

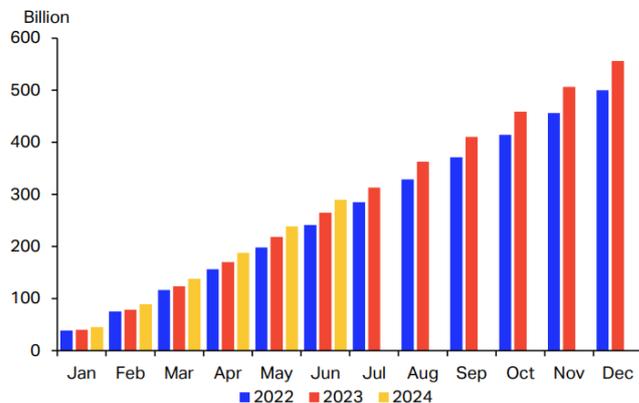
根据 IATA 数据，1H24 全球货运运力年增长率为 9.4%。月同比增速持续放缓，2024 年 6 月全球 ACTK 环比下降 1.7%，ACTK 较 23 年 6 月增长 10.8%，其中：**国际腹舱**运力快速增长推动国际 ACTK 增长，国际腹舱运力同比增长达 16.8%，**全货机**仅同比增长 4.1%。

图27: 全球航空可用货物吨公里 ACTK (单位: 十亿吨公里)



资料来源: IATA, 民生证券研究院

图28: 2022-2024年6月全球 ACTK 对比 (十亿吨公里, 累计值)

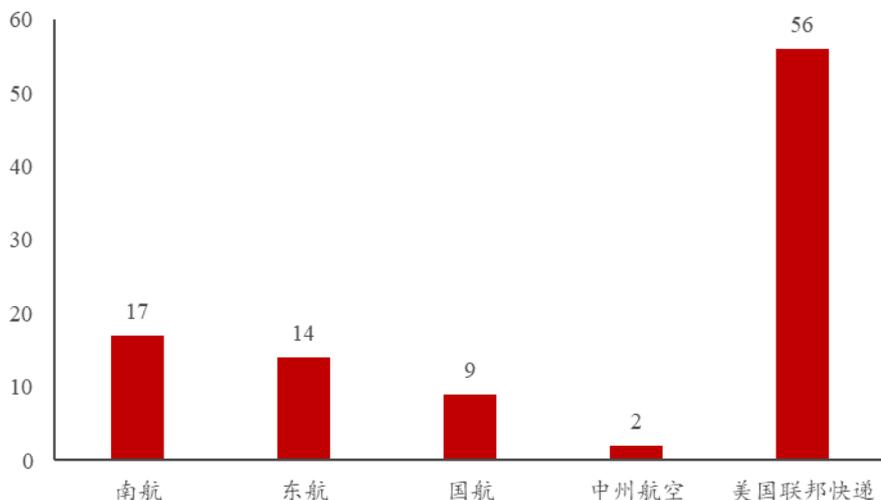


资料来源: IATA, 民生证券研究院

2) 我国全货机供给有限, 难以满足跨境电商行业快速发展的需求

我国大陆航司的波音 777、747 货机机队仅占全球总数不足 10%，其中，我国拥有波音 777 为 44 架，占全球波音 777 货机总数 16.8%；波音 747 仅 8 架。

图29: 截至 2024H1 波音 777F 货机运力分布情况 (架)



资料来源: CARNOC, 民生证券研究院

3) 全球部分全货机短期面临超期退役问题

截至 2024H1 运营的宽体货机全球约有 650 架，根据航空货运行业媒体 Cargo Facts 的预测，约有 120 架的机龄超过了 30 年，占比 18.5%，飞机的典型使用寿命为 30-35 年。

当前除 747-8 货机之外的 747 货机机队机龄较老，面临超期退役。2024 年，有 50 架 747-400 货机的机龄超过 30 年，其中部分 747 由于公共卫生事件运力

供给降低，延长了其服务期限。

4) 国际客运航线已基本恢复，未来增量有限

国际客运航线已恢复至公共卫生事件前 77.2%水平，国际航线客机腹舱运力显著增加。根据民航局发布的定期航班预先飞行计划，2024 年夏航季全民航平均周航班量 14.1 万班，比 23 年夏航季增长 11.1%，比 23 年冬航季增长 5.9%，比 19 年夏航季增长 20.5%。

除北美航线外，其他地区航线均得到有效恢复，未来增量有限。

图30：24 年夏秋航季国际航线恢复情况

航点区域细分	24年夏秋航季	环比23年增幅	恢复至19年比例
东南亚	6064	2.10%	73.50%
东亚	4512	10.20%	91.10%
欧洲	1332	19.10%	79.30%
西亚	460	29.90%	107.20%
大洋洲	288	-28.90%	68.60%
南亚	259	0.00%	71.00%
北美洲	180	55.70%	18.70%
中亚	259	42.20%	100.20%
非洲	180	-1.20%	113.30%
合计	13350	6.80%	77.20%

资料来源：民航战略研究，民生证券研究院

5) 运价端：供需趋紧抬升运价中枢，2024 年全球航空货运运价实现向上修复，中国大陆地区航空运价更具弹性。

根据 TAC Index 数据，从全球角度看，截至 2024 年 12 月 23 日，波罗的海航空运价指数为 2510，较 2024 年 1 月 1 日的 2057 **增长 22%**，全球航空货运运价实现较大幅度向上修复；国内方面，截至 2024 年 12 月 23 日，上海浦东出口航空运价指数和香港出口航空运价指数分别为 3893 和 3659，较 2024 年 1 月 1 日的 5327 和 4411 **增长 36.8%和 20.6%**，中国大陆地区航空运价弹性较香港地区和全球运价大，航空货运板块投资价值凸显。

2.4 行业对比：东航物流&国货航

国内航空货运以三大航空旗下货运公司为主，市场集中度较高，宽体货机运力短板明显。根据南航物流招股说明书，截止 2023 年末，东航物流、国货航和南航物流货邮周转量合计市场占比超过 70%，货邮运输量合计市场占比超过 50%，市场集中度较高，但货物运输主要依赖客机腹舱，公司、国货航和南航物流的宽体货机数量较海外龙头 UPS 存在较大差距，截至 2024H1，UPS 自有宽体货机共计

133架，国内航空货运公司仍有较大成长空间。

图31：三大航旗下货运公司和海外货运龙头执飞中宽体货机数量（架）

	宽体货机			合计
	B747F	B767F	B777F	
东航物流			14	14
国货航	3		11	17
南航物流			17	17
UPS	43	90		133

资料来源：彭博，东航物流公告，南航物流公告，国货航公告，民生证券研究院

注：东航物流、国货航截至 24 年末，UPS 数据截至 24 年中，南航物流数据截至 23 年末。

1) 航空货运资源对比

a) 东航物流

航空货运业务：截至 2024 年中，东航物流拥有 14 架 B777F 全货机，其最大起飞重量 347.5 吨，最大业载 102.0 吨，设计航程 4,605 海里，东方航空及其控股公司合计运营客机 792 架。

公司全货机航网覆盖洛杉矶、芝加哥、法兰克福、阿姆斯特丹、纽约、伦敦等 15 个国际城市。客机腹舱运输主要依托于东航股份的全球航线，通过天合联盟，航线网络通达全球 166 个国家和地区的 1,050 个目的地。

航空货站服务：截至 2024 年中，东航物流依托全国 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。

b) 国货航

航空货运业务：截至 2024 年末，公司拥有全货机 22 架，其中正在执飞的全货机 17 架（11 架 B777F、3 架 B747F、3 架 A330F），4 架已退役待转让，1 架 A330-200 飞机改装完毕待执飞。

截至 2024 年中，国货航全货机航线条数达 24 条，其中国际航线 18 条，地区航线 1 条，国内航线 5 条，覆盖 8 个国家和地区的 21 个城市，航线覆盖欧洲（法兰克福、阿姆斯特丹、列日、马德里）、北美（纽约、芝加哥、洛杉矶）、亚太（东京、大阪、中国香港、中国台北）等主要地区及城。2019 年，国航股份在北美航线市占率约 28%，在欧洲航线市占率达到约 45%。

客机腹舱方面，截至 2024 年中，国航股份及其控股公司合计运营客机 915 架。

航空货站服务：截至 2024 年中，国货航拥有北京、天津、杭州、成都、重庆五地 6 大自有货站，构建了较为完善的货站体系。

在国际市场，国货航已在欧洲、北美、亚太等地区通过合作方式建立起高质量的国际货站保障体系。此外，国货航目前已与全球 30 余家卡车服务商进行合作，共涉及 40 余个航站，在欧洲、美国、日本、亚太等全球各地拥有 1500 余条全球地面卡车航线作为全货机和客机货运网络的有效补充，使货物快速通达全球各地，为客户提供高品质的服务，为搭建覆盖全球、高品质的航空物流网络奠定了基础。

对比看：

a) 东航物流机队更具竞争力。全货机国货航数量相对多，飞机类型更多，东航物流机队全为 B777F，由于 **B777F 满载航程最长、燃油效率较高运营成本低，适合中长途航线**，是目前市场主流机型。根据东航物流 24 年中报，公司机队平均机龄仅为 3.5 年。

随着更高效、更环保的双发宽体飞机（如波音 777F 和空客 A330F）的出现，四发的波音 747F 在燃油效率和运营成本上逐渐失去竞争力，**波音 747F 已于 2022 年 12 月正式停产。**

根据公开资料，国货航此前拥有的 8 架 B777F 货机，3 架 B747-400F 货机和 4 架 B757-200SF，**平均机龄 12 年。**

b) 经营层面东航物流小幅占优。2024H1，东航物流全货机平均利用小时为 12.94 小时，高于国货航 12.74 小时；货邮周转量为 39.14 亿吨公里，高于国货航 37.09 亿吨公里；货邮运输量 76.69 万吨，高于国货航 72.28 万吨。

地面操作服务业务量东航物流为国货航约两倍。2024H1 东航物流地面操作总货量为 120.3 万吨，国货航为 59.5 万吨。

图32: 东航物流&国货航 1H24 资产及经营情况对比

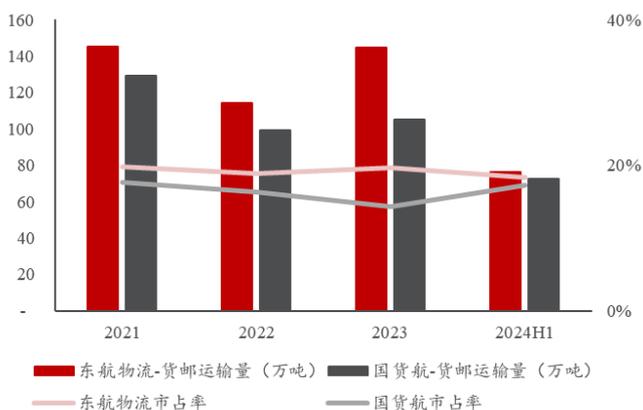
	东航物流	国货航
航空货运服务		
全货机数量 (架)	14	22 (17)
全货机型号	B777F	拥有全货机22架, 其中: 执飞17架 (11架B777F、3架B747F、3架A330F) 待转让4架 (B757) 改装完毕待执飞1架 (A330F)
客机腹舱数量 (架)	792	915 (496)
全货机日平均利用小时 (小时)	12.94	12.74
货邮周转量 (亿吨公里)	39.14	37.09
货邮运输量 (万吨)	76.69	72.28
航空货站服务		
地面操作总货量 (万吨)	120.32	59.54

注1: 全货机数量与型号为截至2024年末信息, 其他均截至2024年中。

注2: 客机腹舱数量为国航股份、东方航空公司及其控股公司合计运营的客机数量, 括号内为国航股份自有运力数量。

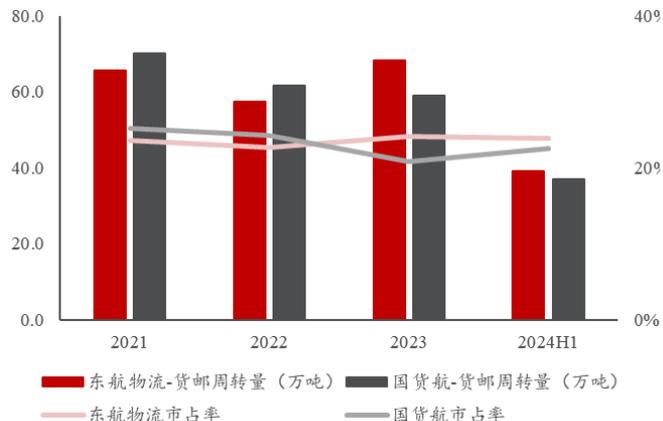
资料来源: 东航物流公告, 国货航招股书, 民生证券研究院

图33: 东航物流&国货航货邮运输量对比



资料来源: 东航物流公告, 国货航招股书, 民生证券研究院

图34: 东航物流&国货航货邮周转量对比

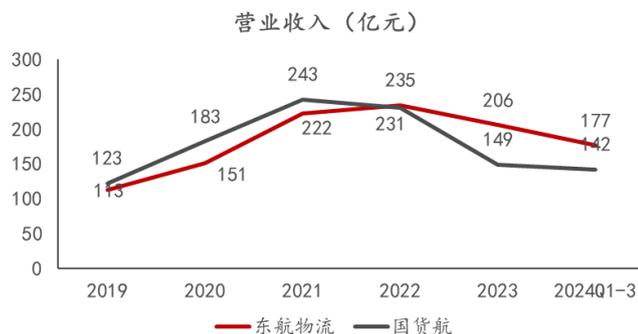


资料来源: 东航物流公告, 国货航招股书, 民生证券研究院

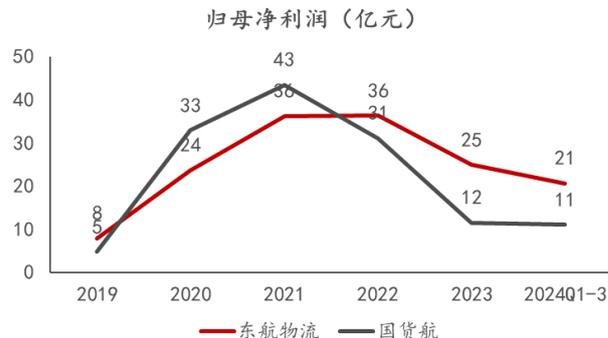
2) 财务与经营对比

国货航: 2024Q1-3 公司实现营业收入 142 亿元, 同比+45%; 实现归母净利润 11 亿元, 同比+71%。

东航物流: 2024Q1-3 公司实现营业收入 177 亿元, 同比+24%; 实现归母净利润 21 亿元, 同比+24%。

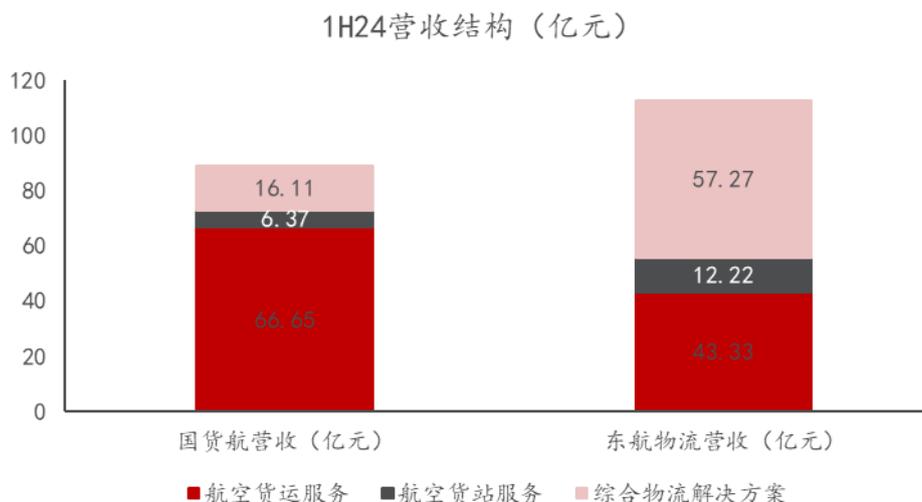
图35: 东航物流&国货航物流营业收入对比


资料来源: 东航物流公告, 国货航招股书, 民生证券研究院

图36: 东航物流&国货航归母净利对比


资料来源: 东航物流公告, 国货航招股书, 民生证券研究院

营收结构方面, 2024H1 东航物流、国货航航空货运服务、航空货站服务、综合物流解决方案营收占比分别为 38%/11%/51%、75%/7%/19%。

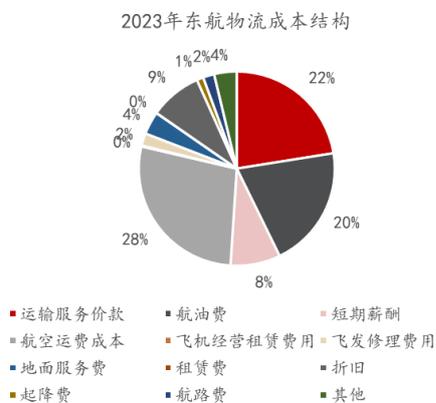
图37: 东航物流&国货航 1H24 营收结构对比


资料来源: 东航物流公告, 国货航招股书, 民生证券研究院

成本结构方面, 2023 年东航物流前五大成本为: 航空运费成本/运输服务价款/航油费/折旧/短期薪酬, 占比分别为 28%/22%/20%/9%/8%;

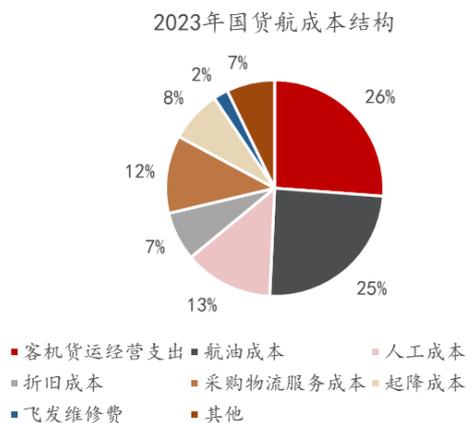
2023 年国货航前五大成本为: 客机货运经营支出/航油成本/人工成本/采购物流服务成本/起降成本, 占比分别为 26%/25%/13%/12%/8%, 折旧成本占比 7%。

图38: 2023 东航物流成本结构



资料来源: 东航物流公告, 民生证券研究院

图39: 2023 国货航成本结构



资料来源: 国货航公告, 民生证券研究院

3 全货机与货站资产资源构成壁垒底盘，跨境电商业务带来弹性增量

公司业务主要包括航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案，2024年Q1-Q3 营收占比分别为 37%、11%、52%，毛利占比分别为 39%、22%、39%。

图40：东航物流业务概览

一级类型	二级类型
航空速运	全货机运输
	客机腹舱运输/客机货运业务
地面综合服务	货站操作
	多式联运
	仓储
综合物流解决方案	跨境电商解决方案
	同业项目供应链
	航空特货解决方案
	产地直达解决方案

资料来源：东航物流公告，民生证券研究院

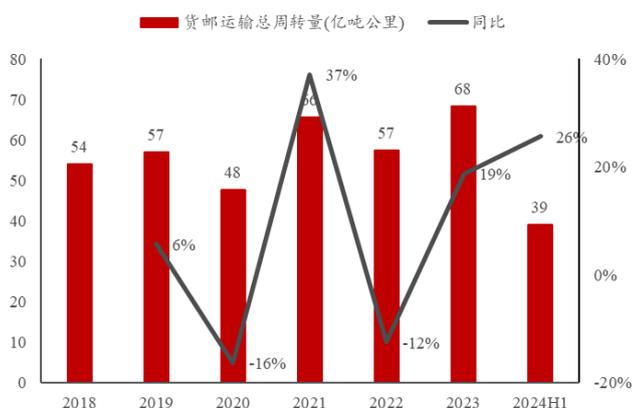
3.1 航空速运：全货机与航权时刻资源筑壁垒

航空速运业务主要通过全货机运输和客机货运业务两种形式为客户提供航空货运物流服务。

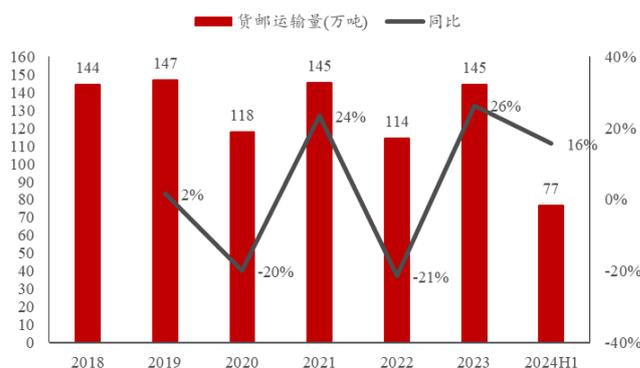
业内稀缺的优质航权时刻资源，打造高效国际航网结构。

2023 年公司货邮运输总周转量同比增长 18.8%至 68 亿吨公里；2018-2022 年，公司航空速运营收和 RFTK 均实现快速增长，2023 年航空速运板块营收受运价大幅下行影响，同比减少 31.37%至 91.17 亿元，RFTK 同比减少-42.2%至 1.34 元/吨公里，毛利率同比下滑 10.4pct 至 24.6%。

2024H1 公司在全货机可用架数较去年同期减少 1.07 架的情况下，通过优化航线网络，加密国际长航线运行班次，提高机组资源利用率，**货邮总周转量同比+25.7%**，货邮运输量同比+15.8%，全货机平均日利用小时同比+6.9%。

图41: 18-1H24 东航物流货邮运输总周转量(亿吨公里)及同比


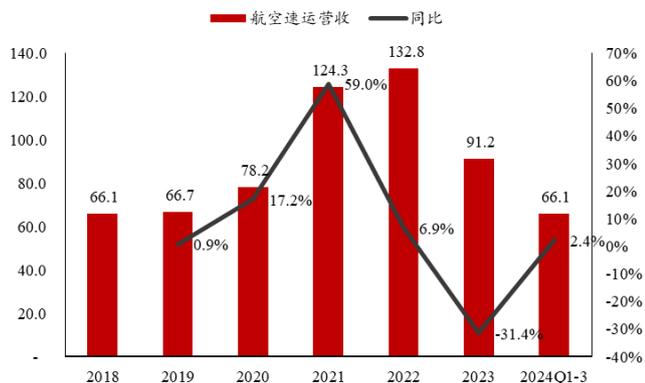
资料来源: 东航物流公告, 民生证券研究院

图42: 18-1H24 东航物流货邮运输量(万吨)及同比


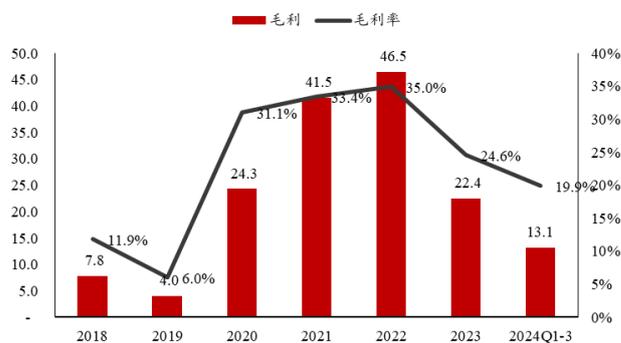
资料来源: 东航物流公告, 民生证券研究院

财务看, 2021-2023 年航空速运业务营业收入分别为 124.3、132.8、91.2 亿元, 同比分别为+59%、+6.9%、-31.4%; 2024Q1-3 为 66.1 亿元, 同比+2.4%; 2021-2023 年毛利分别为 41.5、46.5、22.4 亿元, 同比+70.9%、+12%、-51.8%, 毛利率分别为 33.4%、35%、24.6%; 2024Q1-3 毛利为 13.1 亿元, 毛利率为 19.9%, 同比-15.2%。

近年来由于运价波动较大、公司综合物流解决方案持续增长等因素, 航空速运营收和毛利占比呈现下降趋势: 2021-2023 年营收占比分别为 56%、57%、44%, 2024Q1-3 为 37%; 2021-2023 年毛利占比分别为 67%、72%、51%, 2024Q1-3 为 39%。

图43: 东航物流航空速运营收(亿元)及同比


资料来源: 东航物流公告, 民生证券研究院

图44: 东航物流航空速运毛利(亿元)及毛利率


资料来源: 东航物流公告, 民生证券研究院

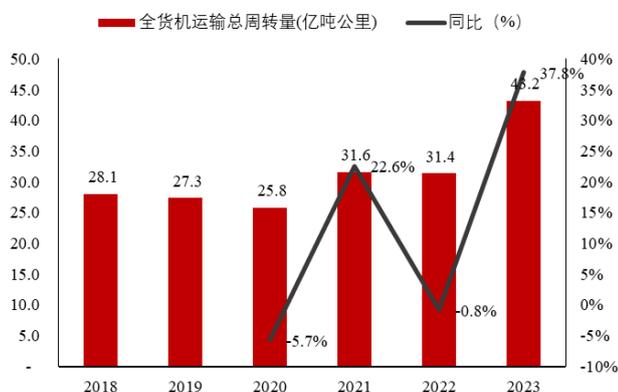
1、全货机运输方面, 截至 2024 年三季度末期, 公司拥有 14 架 B777 全货机, 具备优质的航权时刻资源。截至 2024 年三季度末公司拥有上海、深圳至阿姆斯特丹/法兰克福/洛杉矶/伦敦/西雅图/芝加哥/纽约/东京/大阪/首尔/新加坡/曼

谷等多个国际货运枢纽的 15 条全货机定班航线。

航网布局方面，1) 上海：截至 2024 年中全货机定班航线上海始发 13 条。公司依托上海枢纽港优势地位，加密跨境电商需求旺盛的欧美长航线密度，加密后的浦东至洛杉矶、芝加哥、阿姆斯特丹航线基本保持在每周 10 班左右。**2) 深圳：截至 2024 年中全货机定班航线深圳始发 2 条。**2024 年 7 月公司成立了华南分公司，当月开通上海-布达佩斯的全货机定班航线。能够全面提升公司在华南地区的业务拓展和服务能力。

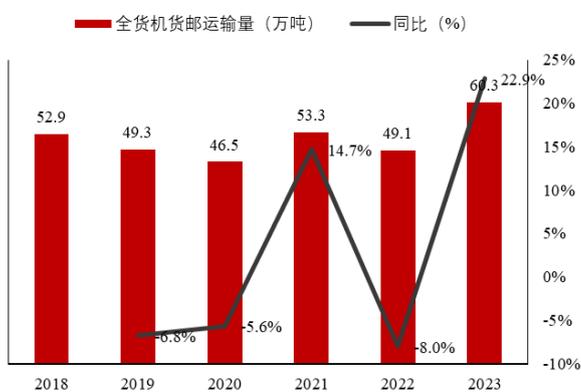
2023 年公司全货机运输总周转量为 43.2 亿吨公里，同比增 37.8%，货邮运输量实现 60.3 万吨，同比增 22.9%。

图45：东航物流全货机运输总周转量（亿吨公里）



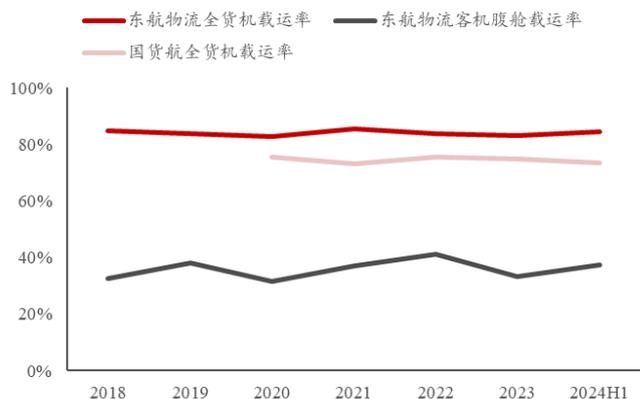
资料来源：东航物流公告，民生证券研究院

图46：东航物流全货机货邮运输量（万吨）

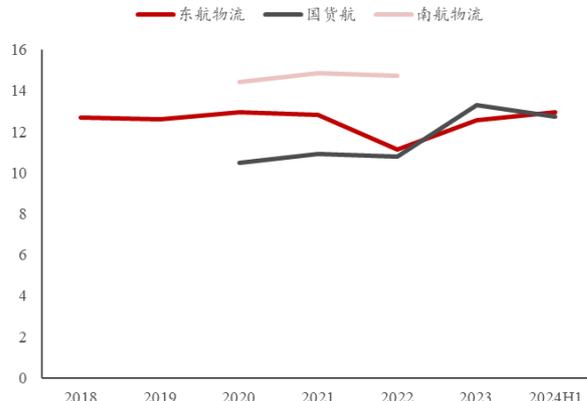


资料来源：东航物流公告，民生证券研究院

公司载运率和货机日利用率业内领先，高于“十四五规划”标准。2022-2024H1，公司全货机运载率分别为 83.9%、83.1%、84.5%；2022-2024H1 公司全货机利用小时则分别为 11.13、12.56、12.94 小时，全货机日利用率维持较高水平。公司载运率和货机日利用率均高于《“十四五”民用航空发展规划》计划下调后的指标，75%的货机运载率和 5.5 小时的货机日利用率。

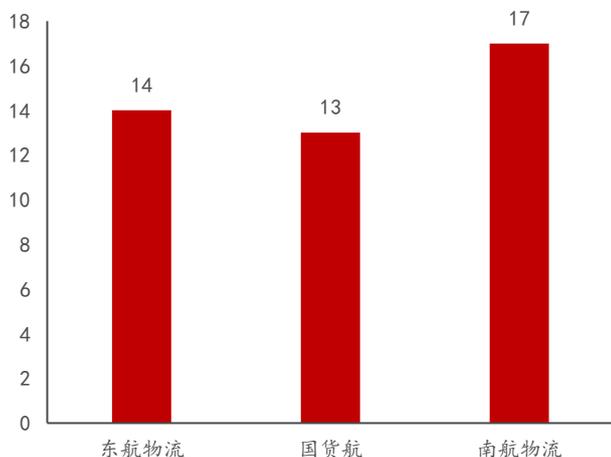
图47: 载运率水平 (%)


资料来源: 东航物流公告, 国货航公告, 民生证券研究院
注: 国货航及南航物流因未上市最新数据不完整。

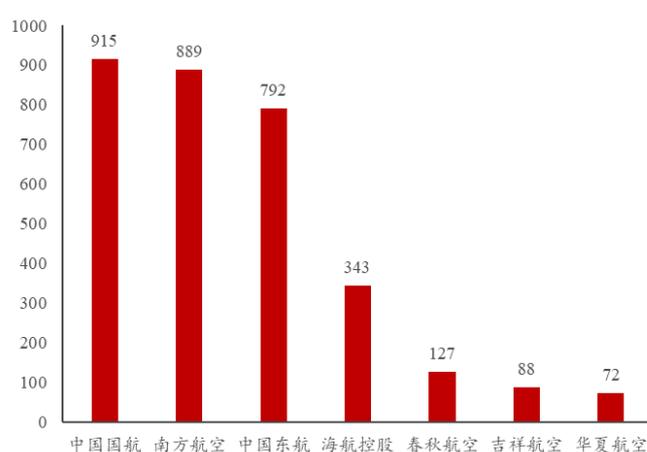
图48: 三大货航全货机日平均利用小时


资料来源: 东航物流公告, 南航物流公告, 国货航公告, 民生证券研究院
注: 国货航及南航物流因未上市最新数据不完整。

2、客机腹舱运输方面, 公司独家经营东航股份近 800 架客机的货运业务, 国内航网通达全部省会城市和重要城市; 并依托天合联盟网络、代码共享与 SPA 协议, 国际航网通达全球 166 个国家和地区的 1050 个目的地。2024H1 公司客机腹舱载运率同比上升 7.26 个百分点至 37.36%。

图49: 三大货航执飞全货机数量 (架)


资料来源: 东航物流公告, 南航物流公告, 国货航公告, 民生证券研究院
注: 东航物流、国货航数据截至 2024H1, 南航物流数据截至 2023H1

图50: 2024H1 上市公司客机数量 (架)


资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

公司控股子公司中货航与东航股份于 2020 年 9 月 29 日签订了《客机货运业务协议书》, 约定中货航自 2020 年 1 月 1 日至 2032 年 12 月 31 日独家经营东航股份客机货运业务, 运输服务价款以实际货运收入为基数并扣减一定业务费率计算。2024 年上半年共计发生客机货运业务运输服务价款 23.71 亿元。

随着客改货逐步退出, 全货机运力投入增加, 航油费、地面服务费、起降费 etc 运营成本增加, 客机货运业务运输服务价款下降, 2023 年航空速运成本同比减少

20.38%。

3.2 地面综合服务：卡位关键货运枢纽资源，构筑业务护城河

地面综合服务主要为客户提供航班进出口货物的组装、分拣、中转、仓储等地面服务，并协助完成航班的进出港货物单证信息操作。此外，还向客户提供配套的海关监管区仓储服务以便对航空货物进行报验、查验等。

核心枢纽机场的货站资源和临空物流仓储设施具有不可替代性和稀缺性。公司的自营货站全部位于机场红线内，存在资质审核、经营许可准入、经营场地等条件的严格限制，构筑地面综合服务的核心竞争壁垒，公司竞争优势显著。

货站和仓储资源优势显著，上海两场的市占率维持高位。公司在全球第三大航空货运枢纽的上海两场具有明显的资源优势，拥有面积 125 万平方米的 6 个近机坪货站、1 个货运中转站，也是浦东机场仅有的两家运营跨境电商集中监管库的企业之一。2020-2023 年，公司在上海两场完成的货邮处理量占两场货邮总处理量比例均超 50%，2023 年公司在上海两场完成的货邮处理量占两场货邮总处理量的 53.6%。

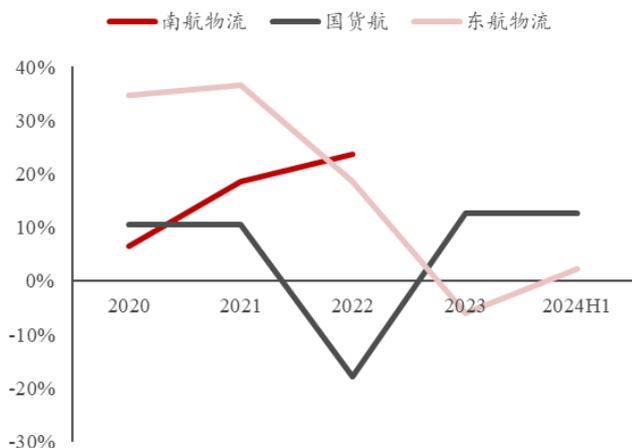
图51：2020-2023 年全国及上海机场货邮吞吐量情况（万吨）

单位：（万吨）	2020年	2021年	2022年	2023年
全国机场货邮吞吐量	1,607.50	1,782.80	1,453.10	1,683.30
其中：国际货物	660.1	803.4	712.2	715.6
上海两场货邮吞吐量	402.5	436.6	330.2	379.1
其中：国际货物	298.1	326.7	258.3	278.5
上海两场占全国机场的比例	25.00%	24.50%	22.70%	22.50%
其中：国际货物	45.20%	40.70%	36.30%	38.90%
东航物流上海两场货邮处理量	218.1	255	195.2	203.2
东航物流占上海两场的比例	54.20%	58.40%	59.10%	53.60%

资料来源：民航局，民生证券研究院

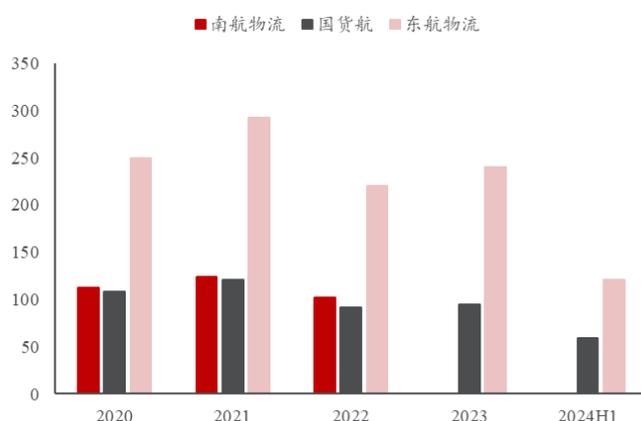
公司地面综合服务业务稳定性强，货邮处理量业内领先。2018-2023 年公司地面综合服务营业收入保持相对平稳，CAGR 为 0.8%，单吨货邮处理费也维持稳定；公司依托核心枢纽货站资源货邮处理量超同行。由于 2022 年基数较低，2023 年公司地面综合服务业务的货邮处理量同比增长 9.04%至 240 万吨。

图52: 2020-24H1 年各公司地面综合服务毛利率 (%)



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院
注: 南航物流因未上市最新数据不完整。

图53: 2020-24H1 年各公司货邮处理量 (万吨)



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

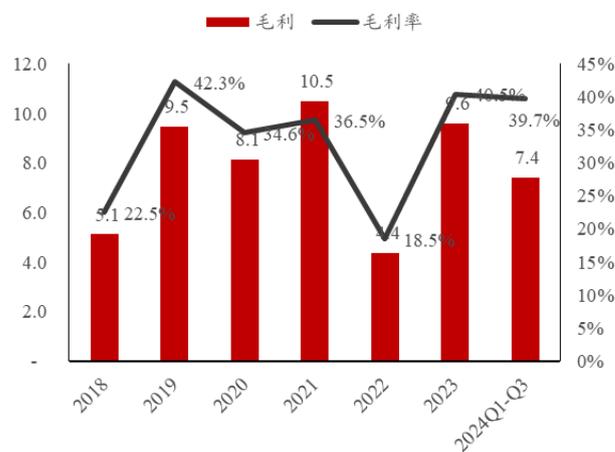
整体看地面综合服务相对稳定, 2023年和2024Q1-3营业收入分别为23.7、18.6亿元, 同比+0.6%、+6.5%, 占比均为11%; 毛利分别为9.6、7.4亿元, 毛利率分别为40.5%、39.7%, 毛利占比均为22%。

图54: 东航物流公司地面综合服务营收 (亿元) 及同比



资料来源: 东航物流公告, 民生证券研究院

图55: 东航物流公司地面综合服务毛利 (亿元) 及同比



资料来源: 东航物流公告, 民生证券研究院

随募投资项目逐步落地投产, 公司地面综合服务业务量有望进一步上升。2024年浦东机场西货运区3号货站二期项目有望建成投产, 公司预计增加30万吨年产能, 建成后公司在浦东西区货站总建筑面积达19万平方米, 年货物处理能力将达150万吨。2025年, 浦东机场智能货站项目有望竣工, 预计增加60万吨产能, 为远期业务发展提供保障。

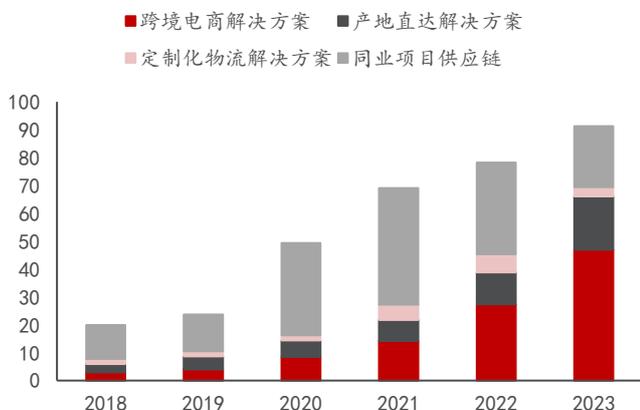
3.3 综合物流解决方案：进出口同步发力，跨境电商高速发展提供全新增量需求，有望释放业绩弹性

公司综合物流解决方案包括跨境电商解决方案、产地直达解决方案、定制化物流解决方案和同业项目供应链。2023 年实现营业收入 91.3 亿元，同比增 16.7%，毛利 12.3 亿元，毛利率 13.5%。

综合物流解决方案快速增长，2021-2023 年营业收入分别为 69.1、78.2、91.3 亿元，同比分别为+40%、+13%、+17%；2024Q1-3 为 92 亿元，同比+53%；2021-2023 年毛利分别为 9.6、14.1、12.3 亿元，同比+17%，+47%、-13%，毛利率分别为 27.7%、27.7%、21.5%；2024Q1-3 毛利为 13.4 亿元，毛利率为 19.2%，同比+6.5%。

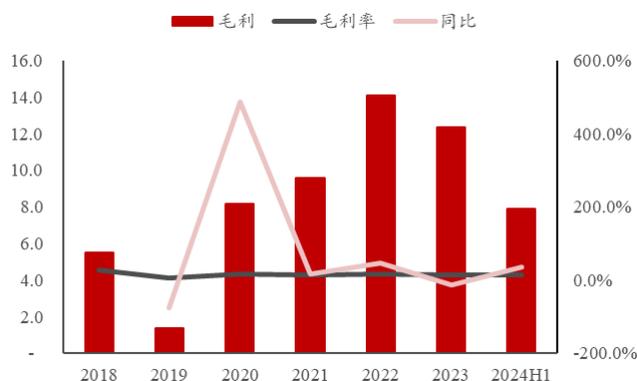
公司强化直客营销、服务头部跨境平台等核心客户，综合物流解决方案比重持续提升：2021-2023 年营收占比分别为 31%、33%、44%，2024Q1-3 为 52%；2021-2023 年毛利占比分别为 16%、22%、28%，2024Q1-3 毛利占比为 39%，毛利同比+75.7%。

图56：18-23 年东航物流综合物流解决方案营收构成 (亿元)



资料来源：东航物流公告，民生证券研究院

图57：18-24H1 东航物流综合物流解决方案毛利 (亿元)



资料来源：东航物流公告，民生证券研究院

1) 跨境电商解决方案，18-23 年营收复合增速高达 74%，出口扩张

全球电商市场不断扩张和中国制造“品牌出海”浪潮的兴起，推动中国跨境电商从四大平台主导 (Amazon、eBay、Wish、速卖通) 的“借船出海”向跨境四小龙 (Temu、SHEIN、AliExpress 和 TikTok Shop) 主导的“造船出海”方式转变，为我国跨境电商行业注入了持续发展动力，而航空货运具备的快速、安全、可追踪等特点，很好地契合了跨境电商商品对快速、可靠物流服务的强烈需求。

2024 年 2 月公司与 SHEIN 签署战略合作备忘录，合作线路覆盖上海、深圳、青岛、广州等地始发的欧美、亚太、中东航线，公司有望随跨境电商平台拓张，

实现业务量快速增长。

公司跨境电商解决方案增长快速，**18-23 年营收复合增速高达 73.6%**，2024 上半年实现营收 28.1 亿元，同比增 47%。

货量看，公司 21-23 年实现跨境电商货量分别为 4、6、11 亿吨，同比分别增 81%、51%、84%，2024H1 实现 6.8 亿吨，同比+40%。

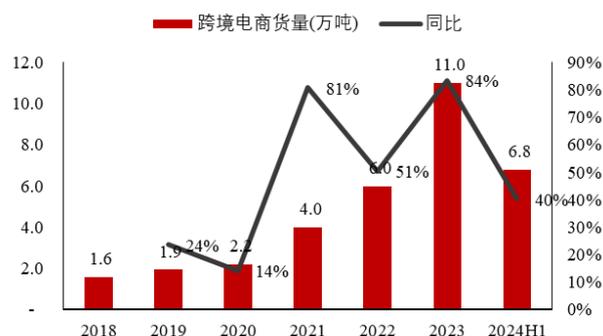
单量看，2024H1 公司跨境电商进出口单量实现 3303 万单，同比+56.5%。

图58：18-24H1 年东航物流跨境电商解决方案营收 (亿元)



资料来源：东航物流公告，民生证券研究院

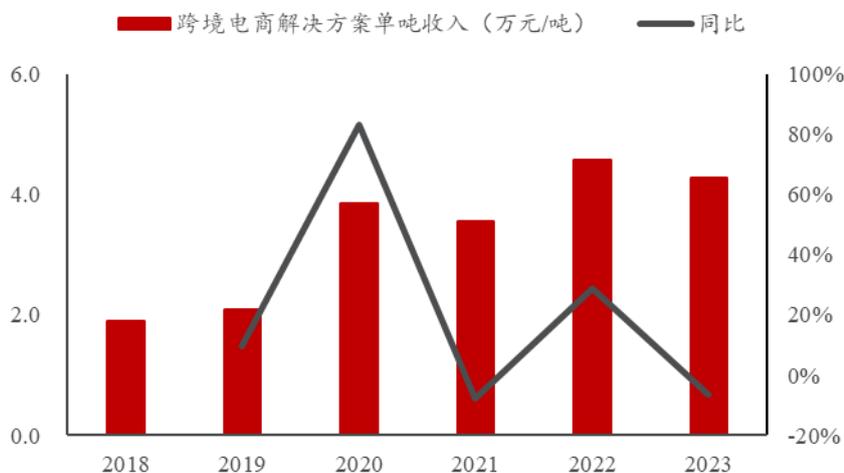
图59：18-24H1 年东航物流跨境电商物流货量 (万吨)



资料来源：东航物流公告，民生证券研究院

与头部跨境电商达成长期合作，推出跨境电商新产品。公司发挥航空运输及地面货站操作资源优势，与头部跨境电商平台等核心客户建立长期合作关系，为客户提供跨境电商新产品，并建立跨境产品运维体系，增强客户粘性，增厚盈利，**2021-2023 年公司跨境电商单吨收入**分别为 3.6、4.6、4.3 万元/吨，同比分别为-7.7%、+28.7%、-6.4%。

图60：18-23 年东航物流跨境电商单吨收入 (万元)



资料来源：民航局，民生证券研究院

2) 产地直达解决方案, 18-23 年营收复合增速高达 45%, 进口配货

主要指生鲜冷链业务, 公司利用自身航空物流资源优势打造产地直达解决方案特色业务, 公司在宁波、郑州、成都三个生鲜港业务落地城市, **开通并运营生鲜包机和包船航线 13 条**, 首创“从产地到商超门店一站直达”跨境生鲜冷链运输模式, 供应链稳定性强。当前公司圣地亚哥-成都、迈阿密-鄂州、纽约-宁波、纽约-上海等多条航线均已稳定运营。

生鲜冷链产品进口方面, 公司与北美龙虾上游供应商和下游市场客户进一步稳固合作关系; 开通圣地亚哥至成都三文鱼包机航线; 与智利主要的三文鱼品牌建立稳定的合作关系; 开通曼谷-宁波的水果包机航线; 在南美车厘子产季推出生鲜包机; 陆续开通帝王蟹包机航线和海运航线, 大幅增加俄罗斯帝王蟹的进口规模等。

出口方面, 公司借助迈阿密航线开航, 成功帮助云南产鲜花销往美国迈阿密, 实现生鲜产品出口的破局, 打开新的业务空间。

公司产地直达解决方案增长快速, **18-23 年营收复合增速高达 45%**, 2024 上半年实现营收 14.4 亿元, 同比大增 102%。

货量看, 公司 21-23 年实现生鲜产品进口量分别为 0.8、1.1、2.2 亿吨, 同比分别为-35%、30%、105%, 2024H1 实现 0.9 吨, 同比+65%。

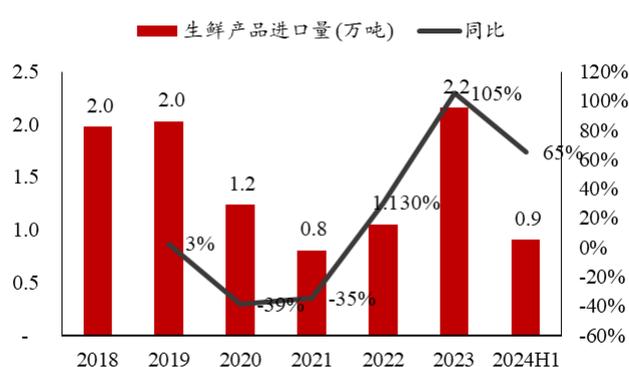
包机数量看, 2024H1 公司产地直达包机数量 971 架次, 同比大增 114%, 接近 2023 全年 1072 架次。

图61: 18-24H1 东航物流产地直达物流营收 (亿元)



资料来源: 东航物流公告, 民生证券研究院

图62: 18-24H1 东航物流生鲜电商进口量 (万吨)



资料来源: 东航物流公告, 民生证券研究院

3) 定制化物流解决方案: 数字化营销与科技服务

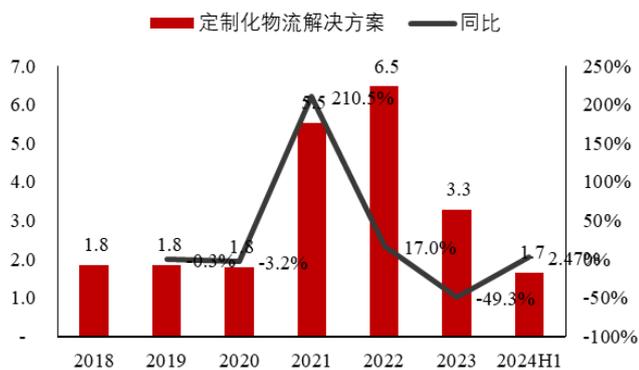
积极开拓多个细分领域直客, 推出橙燕平台, 实现电子化营销。公司积极开拓新能源汽车、高科技产品、航材等细分领域直客, 进一步延长服务链条, 以客户个性化需求为中心提供高度定制化的物流解决方案。公司还推出网络销售平台, 提高物流服务透明度和信任度, 有效增加业务量。

2023 年, 橙燕平台累计注册客户数 1,096 家, 占月均访客数的 13.49%, 月

均下单客户数占总客户数的 28.29%，促进业务量增长。

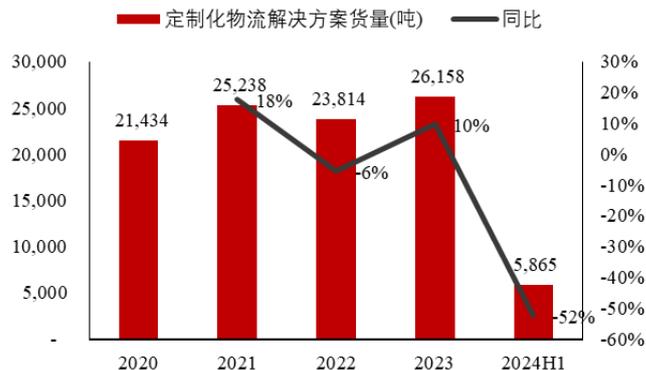
2024H1 定制化物流解决方案营业收入 1.7 亿元,同比+2.5%;货量 5865 吨,同比-52%。

图63: 18-24H1 东航物流定制化物流解决方案收入 (亿元)



资料来源: 东航物流公告, 民生证券研究院

图64: 20-24H1 年东航物流定制化物流货量 (吨)



资料来源: 东航物流公告, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

2025年1月24日,公司发布业绩预告,2024全年实现归母净利润25-29亿元,同比增长0.48%-16.56%;24Q4单季度实现归母净利润4.33-8.33亿元,按照中值计算同比下降23%。2024全年实现扣非归母净利润24-28亿元,同比增长2.65%-19.76%;24Q4单季度实现扣非归母净利润4.62-8.62亿元,按照中值计算同比下降18%。

我们按照公司承运方式不同,对航空速运和综合物流服务充分拆为:全货机、客机腹仓和外包运力三部分。

1) 航空速运和综合物流服务业务,公司两项业务均为客户提供洲际航空货运服务,我们根据公司运力提供方式的不同,将这两部分业务重分类为:自有全货机、客机腹仓、外包运力三部分。

a) 自有全货机

收入端:

全货机架数:根据公司“十四五”发展规划及波音供应链具体情况,我们假设2025、2027年中各新增3架飞机,24-26年时间加权飞机架数分别为14、15.5、17架;

单架全货机运输总周转量:经计算,2021-2023年单架全货机运输总周转量分别为3.16、2.68、2.99亿吨公里,根据公司24年半年报,1H24公司全货机利用小时数同比+6.9%,我们假设公司2024年单架全货机运输总周转量同比+6%,25-26年同比持平,测算公司24-26年单架全货机运输总周转量均为3.17亿吨公里。

全货机运输总周转量(亿吨公里)=全货机架数*单架全货机运输总周转量,计算24E-26E年分别为44.4、49.1、53.9亿吨公里。

全货机货运吨公里收入(元/吨公里):经计算,2021-2023年分别为2.84、3.41、2.09元/吨公里。参考2024年TAC上海浦东出口空运指数同比-5%,我们假设公司2024年公司全货机货运吨公里收入同比-5%。根据前文分析全货机供需趋紧,或推动运价抬升,我们假设25年公司运价呈现一定恢复、26年持平,25-26年同比+5%、0%,测算24-26年全货机货运吨公里收入分别为1.99、2.09、2.09元/公里。

全货机收入=全货机运输总周转量*全货机货运吨公里收入,经计算,24-26年公司全货机收入分别为88.4、102.7、112.7亿元,同比分别为-2%、+16%、+10%。

成本端:

公司全货机成本包括: 航油费、折旧、飞发修理费用、地面服务费等, 除航油费外, 其他费用相对稳定, 增速主要参考公司全货机运输总周转量及机队规模给予假设。测算公司全货机成本 24-26 年分别为 63.4、67.5、72.9 亿元。

航油费: 航油费水平与国际航空煤油价格走势关系紧密, 参考 2024 年航空煤油价格同比-7%, 我们假设 24 年公司单机航油费同比-7%。根据《2025 年国际原油价格分析与趋势预测》报告, 假设 2025 年油价同比-5%, 公司航油费亦维持同幅度变动。26 年原油价格有望维持。基于以上假设, 我们测算 24-26 年单机航油成本分别为 2.1、2、2, 考虑公司飞机架数, 公司 24-26 年全货机航油费用分别为 29.7、31.2、34.2 亿元, 同比分别为-9.8%、+5.2%、+9.7%。

注: 我们假设 2025 油价同比变动-5%, 考虑: 2024 年布伦特原油均价约 80 美元/桶, 我们预计 2025 年油价保持 76 美元/桶, 同比变动-5%。

毛利及毛利率: 综上, 计算公司全货机业务 24-26 年毛利分别为 25、35.3、39.7 亿元, 同比分别为 6%、41%、13%, 毛利率分别为 28%、34%、35%。

b) 客机腹仓

客机运输总周转量: 预计 2025 年公司新增 3 架全货机, 短期内对客机腹舱运力需求或产生一定影响, 假设 24-26 年同比分别为+70%、-4%、+5%, 2024 年增速较高主要参考 2024 年上半年中国东航客机腹仓业务运输总周转量同比+89%, 测算 24-26 年客机运总周转量分别为 42.6、40.9、42.9 亿吨公里。

客机货运吨公里收入: 假设 24-26 年同比分别为-5%、0%、0%, 24 年主要参考 TAC 上海浦东出口空运指数变动。测算 24-26 年公司客机货运吨公里收入均为 1.5 元/吨公里。

客机腹仓收入=客机运输总周转量*客机货运吨公里收入, 经计算, 24-26 年公司客机腹仓收入分别为 65.7、63.1、66.2 亿元, 同比分别为+62%、-4%、+5%。

公司控股子公司中货航与东航股份于 2020 年 9 月 29 日签订了《客机货运业务协议书》, 约定中货航自 2020 年 1 月 1 日至 2032 年 12 月 31 日独家经营东航股份客机货运业务, 运输服务价款以实际货运收入为基数并扣减一定业务费率计算。

参考公司 2021 年该业务毛利率为 5%, 假设 24-26 年该业务毛利率为 5%, 计算公司客机腹仓业务毛利 24-26 年分别为 3.3、3.2、3.3 亿元。

c) 外包运力

考虑公司跨境物流运输高速增长，我们假设公司 24-26 年公司外包运力营收增速分别为 25%、15%、10%，测算 24-26 年营收分别为 64.7、74.7、81.8 亿元。

参考 23 年公司外包运力毛利为 13.5%，保守假设该业务 24-26 年毛利率分别为 13.5%，对应毛利分别为 8.7、10.1、11.1 亿元。

图65：公司核心经营指标/财务数据概览及预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货邮运输量(万吨)	144	147	118	145	114	145	172	173	184
全货机货邮运输量	53	49	47	53	49	60	63	67	74
客机货运货邮运输量	92	98	71	92	65	84	109	105	110
全货机数量(架)	9.0	9.0	8.5	10.0	11.7	14.5	14.0	15.5	17.0
收入	108.8	112.8	151.0	222.1	234.5	206.1	244.3	268.3	290.3
同比		3.8%	33.8%	47.1%	5.6%	-12.1%	18.6%	9.8%	8.2%
毛利				61.6	65.0	44.3	47.1	59.5	65.7
毛利率				28%	28%	22%	19%	22%	23%
航空速运+综合物流									
收入重分类:	86.0	90.4	127.5	193.4	211.0	182.4	218.7	240.2	260.7
客机腹仓	-	-	-	87.7	80.3	40.5	65.7	63.1	66.2
外包运力	9.2	8.0	12.2	15.8	23.6	51.7	64.7	74.4	81.8
自有全货机	-	-	-	89.9	107.0	90.2	88.4	102.7	112.7
毛利重分类:	-	-	-	51.1	60.6	34.7	37.0	48.5	54.1
客机腹仓	-	-	3.2	4.6	2.6	4.2	3.3	3.2	3.3
外包运力	-	-	-	2.2	4.3	7.0	8.7	10.1	11.1
自有全货机	-	-	-	44.3	53.7	23.6	25.0	35.3	39.7
毛利率:	0.0%	0.0%	0.0%	26.4%	28.7%	19.0%	16.9%	20.2%	20.8%
客机腹仓	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	3.3%	10.3%	5.0%	5.0%	5.0%
外包运力	27.7%	5.9%	16.6%	13.9%	18.1%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
自有全货机	0.0%	0.0%	0.0%	49.3%	50.2%	26.2%	28.3%	34.3%	35.3%
地面综合服务									
收入	22.7	22.4	23.5	28.7	23.5	23.7	25.6	28.2	29.6
毛利	5.1	9.5	8.1	10.5	4.4	9.6	10.0	11.0	11.6
毛利率	22.5%	42.3%	34.6%	36.5%	18.5%	40.5%	39.1%	39.1%	39.1%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

2) 地面综合服务业务，2022-2024Q1-Q3 业务营收增速分别为 1%、8%、6.5%。2025 年有望受益于浦东机场智能货站投产，项目设计目标年货邮处理量 60 万吨，实现业务量进一步提升。

假设公司 24-26 年地面综合服务货邮处理量同比分别增长 5%、10%、5%，计算分别为 252.3、277.5、291.4 万吨。

假设公司 24-26 年单吨货邮处理收入同比分别为+3%、0%、0%，对应单吨货邮处理收入均为 1015 元/吨。

经计算，公司**地面综合服务业务收入分别为 25.6、28.2、29.6 亿元，同比分别为 8%、10%、5%。**

毛利率方面，2022-2024H1 业务毛利率分别为 19%、40%、40%。剔除公共卫生事件影响公司地面综合服务业务毛利率相对稳定，假设 24-26 年毛利率维持 39%。

费用率：

1) 销售费用率：公司销售费用率为稳定，2022-2024Q1-3 销售费用率分别为 1.0%、1.0%、0.9%。2024 年公司航空货运及地面综合服务业务量实现较快增长，我们预计 2024 年销售费用率小幅提升至 1.2%。2025-2026 年航空货运需求有望实现平稳增长，预计销售费用率维持 1.2%水平。

2) 管理费用率：公司管理费用得到有效管控，2022-2024Q1-3 管理费用率分别为 1.8%、1.6%、1.2%。公司重视员工福利保障，绩效奖金机制逐步完善，我们预计公司 2024 年管理费用率提升至 1.8%，2025-2026 年管理费用率维持 1.8%水平。

3) 研发费用率：往年公司研发费用相对稳定，维持 0.1%，2023、2024Q1-3，公司为加强数字化建设，加大研发投入，研发费用率提升至 0.2%，我们预计 24-26 年研发费用率将维持在 0.2%的水平。

4) 财务费用率：2023 年财务费用率受新增融资租赁引进飞机产生的利息费用增加因素影响，费用率水平上升至 1.6%。2024Q1-3，美元汇率波动幅度较上一年同期有所收窄，同时公司带息负债规模有所减少，2024Q1-3 公司财务费用率为 0.9%。考虑公司在 24 年 11 月回购 3 架融资租赁飞机，减少财务费用支出，我们预计 24-26 年财务费用率小幅下行，分别为 1.0%、0.7%、0.6%。

表1：东航物流各项费用率预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用率	1.8%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
财务费用率	1.1%	1.6%	1.0%	0.7%	0.6%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.2 利润敏感性分析

公司业绩受油价、运价影响较大，我们基于 2024 年业绩进行测算：

油价波动的敏感性分析：

根据前文分析，参考 2024 年航空煤油均价变动，我们假设公司 2024 年单机航油费同比变动-7%至 2.12 亿元/架；基于此，**当航空煤油价格动 1%、5%、10% 时，公司单机航油费同比例变动，并对应全货机业务毛利变动 0.3、1.5、3 亿元。**

图66：油价敏感性分析（亿元）

	油价变动						
	-10%	-5%	-1%	0%	1%	5%	10%
全货机毛利变动（亿元）	3.0	1.5	0.3	-	(0.3)	(1.5)	(3.0)

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

运价波动的敏感性分析：

参考 TAC 上海浦东出口空运运指数，我们假设公司 2024 年吨公里收入同比变动-5%，计算为 1.99 元/吨公里，**运价变动 1%、5%、10%时，对应公司全货机业务毛利变动 0.9、4.4、8.8 亿元。**

图67：运价敏感性分析（亿元）

	运价变动						
	-10%	-5%	-1%	0%	1%	5%	10%
全货机毛利变动（亿元）	-8.8	-4.4	-0.9	-	0.9	4.4	8.8

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

当前油价处于近五年中枢高位，后续若油价回落，有利于改善公司全货机业务成本、提升公司盈利水平；运价端，行业全货机供给受限，后续或受益于跨境电商物流等需求增加带来运价提涨，**公司全货机业务具备较大的运价弹性，若运价提升将受益显著。**

4.3 估值分析

可比公司方面，我们选取同样从事跨境物流业务的嘉诚国际、华贸物流和中国外运作为可比公司。

以 2025 年 1 月 24 日收盘价为基准，可比公司 24-26 年平均 PE 分别为 14/12/10 倍，公司 24-26 年的 PE 分别为 10/8/7 倍。公司航空物流资源优势显著，持续扩大运力规模，公司洲际航空货运业务货源和货量有望实现持续增长，24-26 年公司 PE 低于可比公司均值，具备估值优势。

表2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603535.SH	嘉诚国际	12.17	0.62	0.78	0.93	19	16	13
603128.SH	华贸物流	6.13	0.51	0.58	0.64	12	11	10
601598.SH	中国外运	5.27	0.55	0.60	0.63	10	9	8
可比公司平均 PE						14	12	10
601156.SH	东航物流	17.08	1.71	2.17	2.41	10	8	7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2025 年 1 月 24 日)

4.4 投资建议

公司作为航空物流龙头企业，航空物流资源优势显著，看好公司全货机与场站核心资产叠加跨境电商高景气需求。看好公司跨境业务增长潜力。我们预计公司 2024-2026 年实现营收 244.5/268.4/290.4 亿元，归母净利润分别为 27.2/34.4/38.2 亿元，EPS 分别为 1.71/2.17/2.41 元，PE 为 10/8/7 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 航油价格波动风险: 受世界经济发展状况、人民币汇率波动等多种因素的影响,国际原油价格经历了较大幅度的波动,航油价格也随之发生较大变动。随着国际经济与政治局势愈发复杂,未来航油价格走势具有较大的不确定性。如果未来航油价格出现较大幅度上行,可能对公司的经营业绩产生一定影响。

2) 汇兑损失风险: 公司从事的航空速运和综合物流解决方案业务涉及外币结算,在人民币汇率波动的情况下,以外币结算的资产和负债折算将产生汇兑损益,如人民币兑美元汇率上调,可能对公司的经营业绩产生一定影响。

3) 跨境电商需求增长不及预期: 跨境电商物流业务营收占比持续增大,重要性显著提升,如果未来跨境电商货量增长不及预期,可能对公司营收产生一定影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20,621	24,445	26,843	29,037
营业成本	16,180	19,733	20,889	22,463
营业税金及附加	44	52	57	61
销售费用	202	293	322	348
管理费用	333	440	483	523
研发费用	30	49	54	58
EBIT	4,083	4,173	5,363	5,934
财务费用	329	253	194	188
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	3,749	3,979	5,171	5,739
营业外收支	6	4	4	4
利润总额	3,754	3,984	5,175	5,743
所得税	902	876	1,242	1,378
净利润	2,853	3,107	3,933	4,365
归属于母公司净利润	2,488	2,719	3,441	3,819
EBITDA	5,647	5,739	6,980	7,632

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,243	12,468	12,976	14,767
应收账款及票据	1,733	2,054	2,256	2,440
预付款项	223	271	287	309
存货	34	41	44	47
其他流动资产	351	298	324	347
流动资产合计	11,583	15,134	15,886	17,910
长期股权投资	32	32	32	32
固定资产	3,312	2,971	5,900	7,852
无形资产	299	299	299	299
非流动资产合计	17,165	16,834	19,616	21,447
资产合计	28,748	31,968	35,502	39,358
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,818	1,644	1,741	1,872
其他流动负债	3,753	4,047	4,169	4,311
流动负债合计	5,571	5,691	5,910	6,183
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6,197	6,198	6,198	6,198
非流动负债合计	6,197	6,198	6,198	6,198
负债合计	11,769	11,889	12,108	12,381
股本	1,588	1,588	1,588	1,588
少数股东权益	1,526	1,915	2,406	2,952
股东权益合计	16,980	20,078	23,394	26,977
负债和股东权益合计	28,748	31,968	35,502	39,358

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-12.14	18.54	9.81	8.17
EBIT 增长率	-31.23	2.20	28.51	10.65
净利润增长率	-31.58	9.26	26.58	10.98
盈利能力 (%)				
毛利率	21.54	19.28	22.18	22.64
净利润率	12.07	11.12	12.82	13.15
总资产收益率 ROA	8.66	8.50	9.69	9.70
净资产收益率 ROE	16.10	14.97	16.40	15.90
偿债能力				
流动比率	2.08	2.66	2.69	2.90
速动比率	2.01	2.60	2.63	2.83
现金比率	1.66	2.19	2.20	2.39
资产负债率 (%)	40.94	37.19	34.11	31.46
经营效率				
应收账款周转天数	32.43	27.89	28.90	29.11
存货周转天数	0.79	0.68	0.73	0.73
总资产周转率	0.75	0.81	0.80	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	1.57	1.71	2.17	2.41
每股净资产	9.73	11.44	13.22	15.13
每股经营现金流	3.30	2.95	3.69	4.06
每股股利	0.00	0.39	0.49	0.55
估值分析				
PE	11	10	8	7
PB	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	4.34	4.27	3.51	3.21
股息收益率 (%)	0.00	2.28	2.88	3.20

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,853	3,107	3,933	4,365
折旧和摊销	1,564	1,566	1,617	1,698
营运资金变动	475	-205	-26	40
经营活动现金流	5,238	4,677	5,861	6,449
资本开支	-550	94	-3,323	-2,463
投资	-34	0	0	0
投资活动现金流	-581	-29	-3,321	-2,461
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-568	1	0	0
筹资活动现金流	-4,898	-1,422	-2,032	-2,196
现金净流量	-273	3,226	507	1,791

插图目录

图 1: 东航物流历史沿革.....	3
图 2: 截至 2024/12 东航物流股权结构图.....	4
图 3: 东航物流上市以来减持情况.....	4
图 4: 东航物流“天网+地网”航空物流服务网络.....	5
图 5: 东航物流三大核心业务.....	6
图 6: 2016-2024Q1-3 东航物流营收 (亿元) 及同比.....	7
图 7: 2016-2024Q1-3 东航物流归母净利 (亿元) 及同比.....	7
图 8: 2018-2024Q1-3 年东航物流业务营收占比.....	7
图 9: 2018-2024Q1-3 东航物流业务毛利占比.....	7
图 10: 2016-2024Q1-3 东航物流各项费用率 (%).....	8
图 11: 2016-2024Q1-3 东航物流毛利率和净利率 (%).....	8
图 12: 2018-2023 年东航物流营业成本拆分 (亿元).....	9
图 13: 2016-2024Q1-3 各公司资产负债率 (%).....	10
图 14: 2017-2024Q1-3 年东航物流经营现金流 (亿元) 及 ROE.....	10
图 15: 2016-2024Q1-3 各公司总资产报酬率 (%).....	10
图 16: 2016-2024Q1-3 各公司应收账款周转率 (次).....	10
图 17: 2023 年航空货运运力及货量占比.....	11
图 18: 亚洲-北美航线全货机占比.....	12
图 19: 全球航空货运吨公里 CTK (单位: 十亿吨公里).....	13
图 20: 全球航空货运吨公里增速-分地区 (%).....	13
图 21: 2000-2023 年国内航空货运量 (万吨).....	13
图 22: 2000-2023 年航空货物周转量 (亿吨公里).....	13
图 23: 2019-2024 年 1-11 月中国民航货邮运输量 (万吨).....	14
图 24: 2018-2024Q1-3 中国跨境电商进出口规模数据 (亿元).....	14
图 25: 2019-2024Q1-3 中国跨境电商进出口规模同比增长率 (%).....	15
图 26: 全球飞机交付量-分地区 (架).....	16
图 27: 全球航空可用货物吨公里 ACTK (单位: 十亿吨公里).....	17
图 28: 2022-2024 年 6 月全球 ACTK 对比 (十亿吨公里, 累计值).....	17
图 29: 截至 2024H1 波音 777F 货机运力分布情况 (架).....	17
图 30: 24 年夏秋航季国际航线恢复情况.....	18
图 31: 三大航旗下货运公司和海外货运龙头执飞中宽体货机数量 (架).....	19
图 32: 东航物流&国货航 1H24 资产及经营情况对比.....	21
图 33: 东航物流&国货航货邮运输量对比.....	21
图 34: 东航物流&国货航货邮周转量对比.....	21
图 35: 东航物流&国货航物流营业收入对比.....	22
图 36: 东航物流&国货航归母净利对比.....	22
图 37: 东航物流&国货航 1H24 营收结构对比.....	22
图 38: 2023 东航物流成本结构.....	23
图 39: 2023 国货航成本结构.....	23
图 40: 东航物流业务概览.....	24
图 41: 18-1H24 东航物流货邮运输总周转量(亿吨公里)及同比.....	25
图 42: 18-1H24 东航物流货邮运输量 (万吨) 及同比.....	25
图 43: 东航物流航空速运营收(亿元)及同比.....	25
图 44: 东航物流航空速运毛利 (亿元) 及毛利率.....	25
图 45: 东航物流全货机运输总周转量 (亿吨公里).....	26
图 46: 东航物流全货机货邮运输量 (万吨).....	26
图 47: 载运率水平 (%).....	27
图 48: 三大货航全货机日平均利用小时.....	27
图 49: 三大货航执飞全货机数量 (架).....	27
图 50: 2024H1 上市公司客机数量 (架).....	27
图 51: 2020-2023 年全国及上海机场货邮吞吐量情况 (万吨).....	28
图 52: 2020-24H1 年各公司地面综合服务毛利率 (%).....	29
图 53: 2020-24H1 年各公司货邮处理量 (万吨).....	29
图 54: 东航物流公司地面综合服务营收 (亿元) 及同比.....	29

图 55: 东航物流公司地面综合服务毛利 (亿元) 及同比.....	29
图 56: 18-23 年东航物流综合物流解决方案营收构成 (亿元)	30
图 57: 18-24H1 东航物流综合物流解决方案毛利 (亿元)	30
图 58: 18-24H1 年东航物流跨境电商解决方案营收 (亿元)	31
图 59: 18-24H1 年东航物流跨境电商物流货量 (万吨)	31
图 60: 18-23 年东航物流跨境电商单吨收入 (亿元)	31
图 61: 18-24H1 东航物流产地直达物流营收 (亿元)	32
图 62: 18-24H1 东航物流生鲜电商进口量 (万吨)	32
图 63: 18-24H1 东航物流定制化物流解决方案收入 (亿元)	33
图 64: 20-24H1 年东航物流定制化物流货量 (吨)	33
图 65: 公司核心经营指标/财务数据概览及预测.....	36
图 66: 油价敏感性分析 (亿元)	38
图 67: 运价敏感性分析 (亿元)	38

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 东航物流各项费用率预测	37
表 2: 可比公司估值表	39
公司财务报表数据预测汇总	41

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048