



东航物流 (601156.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

从航空货运到综合物流，迎行业发展良机

公司简介

从航空货运到综合物流，收入规模位居行业第一。公司是以航空货运为主的综合物流企业，提供航空速运、综合物流解决方案、地面综合等多项服务。公司大力发展综合物流业务，2024 年该项收入占比 52%，远高于同行。2024 年跨境电商蓬勃发展，空运运价上涨，公司营业收入为 241 亿元，同比增长 17%，收入规模位居行业第一；归母净利润为 27 亿元，同比增长 8%。

投资逻辑

公司运力资源丰富，受益空运需求增长。公司运力资源充足，目前拥有 15 架 B777 全货机，同时独家经营东航股份 800 余架客机腹舱业务，且 2025 年运力增长确定，有望承接新增货运需求。2024 年跨境电商出口需求旺盛，我国跨境电商进出口 2.63 万亿元，同比增长 10.8%，上海出口空运指数同比增长 11%。受益于跨境电商发展，预计需求增长将持续，且受飞机制造商产能瓶颈影响，大型全货机交付量有限将一定程度支撑运价。虽美国小包关税豁免政策取消，但考虑出口美国货量仅占行业两成，预计整体影响有限。

综合物流收入占比持续提升，货站业务区位优势明显。区别于航空速运业务，公司综合物流解决方案依托自身能力建设与海外核心供应商合作，可实现跨境物流的全流程服务，2024 年营收占比达 52%，其中跨境电商及产地直达业务收入增幅较大：(1) 跨境电商解决方案：2019-2024 年收入 CAGR 为 71%，2024 年跨境电商货量同比增长 48%，预计未来将持续受益于跨境电商出口高景气；(2) 产地直达业务：依托“海外直采+航空运输+分销渠道”服务链条打造国际生鲜合同物流，2019-2024 年收入 CAGR 达 48%，2024 年产地直达包机架次同比增长 74%。公司地面综合服务优势明显，目前已拥有 17 个自营货站，面积达 150 万平方米，在上海两场的市占率超 50%，上海两场的货邮吞吐量多年位居全国第一，预计公司货站业务将贡献稳定收入利润。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 24 亿元、27 亿元、29 亿元，参考可比公司 2025 年平均 PE，给予 2025 年 10 倍 PE，目标价 15.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

海外经济和国际关系波动风险、竞争加剧风险、油价大幅上涨风险、安全运行风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯捷 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.96 元

目标价 (人民币)：15.20 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,621	24,056	25,967	28,091	29,562
营业收入增长率	-12.14%	16.66%	7.94%	8.18%	5.24%
归母净利润(百万元)	2,488	2,688	2,413	2,664	2,936
归母净利润增长率	-31.58%	8.01%	-10.20%	10.36%	10.21%
摊薄每股收益(元)	1.567	1.693	1.520	1.678	1.849
每股经营性现金流净额	3.30	2.34	2.50	2.96	3.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.10%	15.35%	12.73%	12.96%	13.15%
P/E	9.43	9.97	8.53	7.72	7.01
P/B	1.52	1.53	1.09	1.00	0.92

来源：公司年报，国金证券研究所



内容目录

一、从航空货运到综合物流，收入规模位居行业第一.....	5
1.1 依托东航集团，从航空速运向综合物流解决方案延伸.....	5
1.2 营收利润随运价波动，收入规模位居行业第一.....	8
二、航空速运：运力资源丰富，受益空运需求增长.....	10
2.1 依托全货机与客机腹舱运输提供航空速运服务.....	10
2.2 供需影响运价，航空速运业务收入弹性大.....	13
2.3 跨境电商出口旺盛，运力可控有望支撑运价.....	14
三、综合物流解决方案：收入占比持续提升，跨境电商及产地直达增速较快.....	18
3.1 综合物流板块收入占比持续增长.....	18
3.2 跨境电商解决方案：借跨境电商东风，业务量及收入大幅增长.....	19
3.3 产地直达解决方案：特色业务初见成效，收入规模快速增长.....	20
四、地面综合服务：区位优势明显，上海两场市占率高.....	21
4.1 地面综合业务区位优势明显.....	21
4.2 货站操作贡献主要收入，上海两场市占率领先.....	22
五、盈利预测与估值.....	24
5.1 收入成本预测.....	24
5.2 估值分析.....	25
六、风险提示.....	25

图表目录

图表 1： 公司为“航空混改第一股”.....	5
图表 2： 公司控股股东是东航集团（截至 2025 年 3 月 31 日）.....	5
图表 3： 东航物流经营航空速运、地面综合服务、综合物流解决方案等业务.....	6
图表 4： 航空速运收入波动大，综合物流收入持续增长.....	6
图表 5： 综合物流收入占比已超过航空速运.....	6
图表 6： 航空速运业务毛利润波动较大.....	7
图表 7： 综合物流解决方案的毛利均占 42%.....	7
图表 8： 地面综合服务毛利率最高，航空速运业务毛利率下滑.....	7
图表 9： 公司综合物流解决方案的收入占比较高.....	7
图表 10： 2024 年公司营业收入同比增长.....	8
图表 11： 2024 年公司归母净利润同比增长.....	8
图表 12： 2022 年后毛利率、净利率均下降.....	8



图表 13:	2022 年起公司收入规模行业第一.....	9
图表 14:	公司与可比公司的收入增速趋势较为一致.....	9
图表 15:	公司归母净利润位居行业第二.....	9
图表 16:	2020-2022 年, 南航物流毛利率较高.....	9
图表 17:	南航物流的综合物流业务毛利率较高.....	9
图表 18:	2022 年公司的航空速运业务毛利率较高.....	9
图表 19:	2024 年公司分红率提升至 40%.....	10
图表 20:	公司目前拥有 15 架 B777F.....	10
图表 21:	公司核心国际航线分布图.....	11
图表 22:	目前公司与东航合作模式为独家经营.....	11
图表 23:	运输服务价款占营业成本的 28%, 为第一大营业成本项.....	12
图表 24:	东航股份拥有 800+ 架飞机.....	12
图表 25:	2024 年上海浦东机场货邮吞吐量为第一.....	12
图表 26:	2020-2022 年国际航线客机腹舱紧缺.....	13
图表 27:	2022 年出口空运指数触及高点.....	13
图表 28:	2020-2022 年公司单位运价大涨.....	13
图表 29:	公司航空速运业务货运周转量波动向上.....	13
图表 30:	航空速运业务收入弹性大.....	14
图表 31:	2022 年以来中国民航货邮运输量持续上升.....	14
图表 32:	2018 年以来跨境电商出口额大幅增长.....	15
图表 33:	跨境电商占整体出口总额比重逐年增加.....	15
图表 34:	美国小额商品关税豁免政策变动.....	15
图表 35:	2024 年我国出口欧洲货量占比最高.....	16
图表 36:	2024 年我国出口至欧洲货量增速为 16.6%.....	16
图表 37:	我国全货机的运力紧张(截至 2024.12.31).....	16
图表 38:	飞机制造商波音、空客产量未恢复.....	17
图表 39:	2025 年飞机制造商波音、空客产量仍未恢复.....	17
图表 40:	2024 年波音 B777 交付能力下降.....	17
图表 41:	综合物流解决方案包括四类业务.....	18
图表 42:	公司综合物流解决方案链条提供“门到门”全流程服务.....	18
图表 43:	综合物流服务收入明显增加.....	18
图表 44:	2020 年以来综合物流业务营收占比持续提升.....	18
图表 45:	跨境电商及产地直达业务增速快.....	19
图表 46:	跨境电商解决方案收入占综合物流板块的 47%.....	19
图表 47:	从货物品类来看, 空运出口货物主要以机器设备组件、高科技产品、消费品、服饰等为主.....	19



图表 48: 2024 年我国空运出口品类结构中机器设备组件及高科技产品占比高.....	20
图表 49: 2024 年跨境电商业务收入同比增长.....	20
图表 50: 2024 年公司跨境电商业务货量同比增加.....	20
图表 51: 公司成功打造生鲜速运航网.....	21
图表 52: 公司产地直达包机数量持续增长.....	21
图表 53: 公司产地直达业务的收入持续增长.....	21
图表 54: 公司地面综合服务分为货站操作、多式联运以及仓储业务.....	21
图表 55: 上海浦东机场的货邮吞吐量高居全国第一.....	22
图表 56: 上海两场的国际货邮吞吐量占比更高.....	22
图表 57: 地面综合服务收入规模相对稳定.....	23
图表 58: 货站操作作为地面综合服务的主要收入来源.....	23
图表 59: 公司在上海两场货邮处理量占比约一半.....	23
图表 60: 针对航空公司客户的货站使用单价.....	24
图表 61: 公司货站使用单价同比提升.....	24
图表 62: 公司营业收入预测（百万元）.....	24
图表 63: 公司营业成本预测（百万元）.....	25
图表 64: 公司费用率及毛利率.....	25
图表 65: 可比公司估值比较（市盈率法）.....	25



一、从航空货运到综合物流，收入规模位居行业第一

1.1 依托东航集团，从航空速运向综合物流解决方案延伸

公司是以航空货运为主的综合物流企业。公司专注于航空物流综合服务业务，依托丰富的运力资源及自营货站资源，提供航空速运、地面综合（货站操作、多式联运、仓储）、综合物流解决方案（跨境电商、同业项目供应链、产地直达）等服务。公司全力打造“干+仓+配”一体化服务体系，致力于成为卓越的物流服务集成商。

公司为“航空混改第一股”。2016年9月东航物流成为全国首批、民航首家混改试点企业，同年11月东航产投受让东航股份持有的东航物流100%的股权，东航物流从上市公司剥离。2017年6月东航物流引入5家非国有资本并同步实施核心员工持股，混改全面落地。2021年6月公司在上海证券交易所主板挂牌上市，成为“航空混改第一股”。

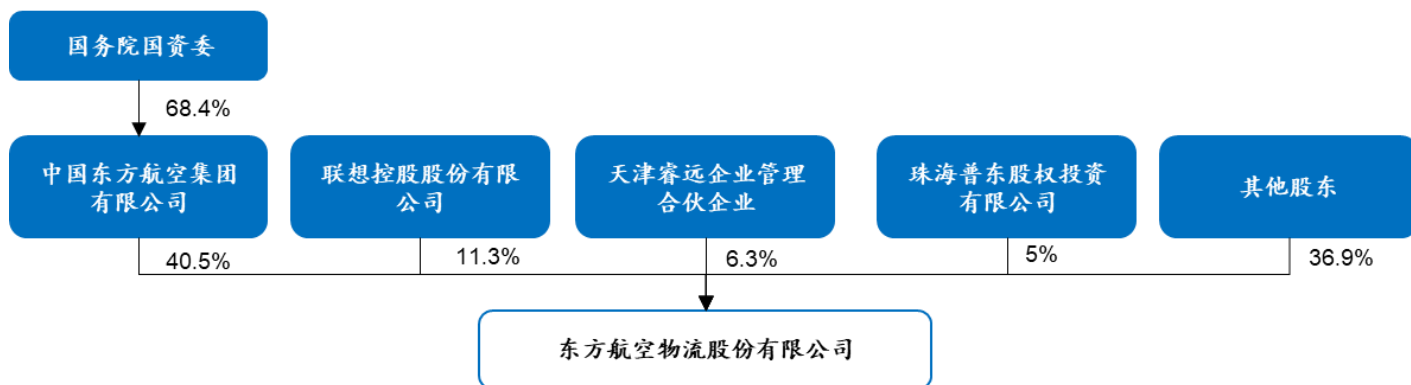
图表1：公司为“航空混改第一股”



来源：公司公告，国金证券研究所

公司控股股东为东航集团。东航集团持有东航物流40.5%的股份，为公司控股股东。联想控股为东航物流第二大股东，目前持股比例为11.3%。天津睿远为公司核心员工持股平台，持有6.3%的股份，实现了员工与企业的利益共享。

图表2：公司控股股东是东航集团（截至2025年3月31日）



来源：公司公告，国金证券研究所

公司以航空速运起家，为客户提供全方位一体化的物流服务。公司以全货机及东航股份的客机腹舱为资源从事航空速运业务，截至2024年末公司拥有14架B777全货机、17条定期航线，800+架客机腹舱，通达160个国家和地区的1000个目的地。在此基础上，公司大力发展地面综合服务业务，涵盖货站操作、多式联运、仓储等。同时，稳步拓展综合物流解决方案业务，包括跨境电商、同业项目供应链等，为客户提供全方位、一体化的物流服务。



图表3：东航物流经营航空速运、地面综合服务、综合物流解决方案等业务



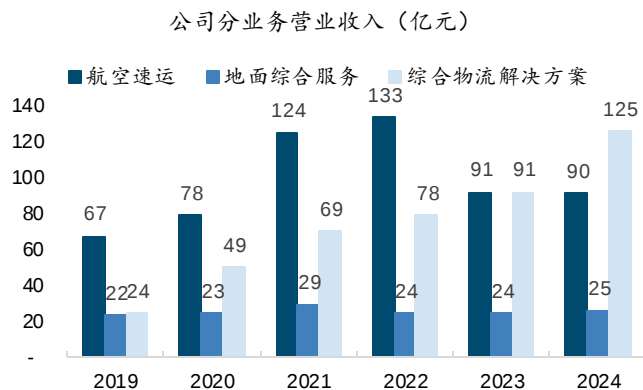
来源：公司公告，国金证券研究所

公司航空速运业务收入弹性大。航空速运业务收入在 2021-2022 年有显著增长，2021 年收入达到 124 亿元，2022 年为 133 亿元，主要源于 2021-2022 年国际客运航班受限，腹舱运力供给减少，推动空运运价大幅上行，公司航空速运业务收入相应大幅提升。综合物流解决方案收入自 2020 年起保持持续增长，地面综合服务收入则较为稳定。

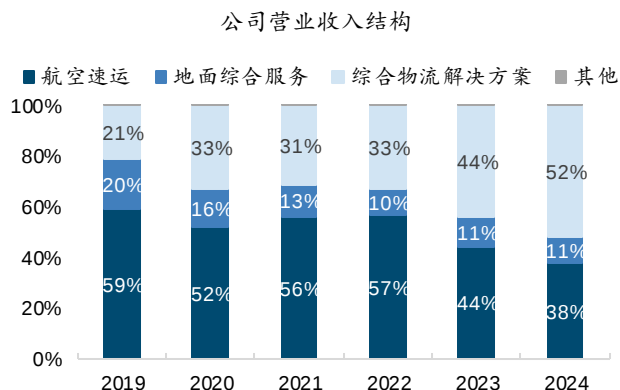
综合物流业务占比提升。从收入结构占比看，2019-2024 年，综合物流业务占比逐步攀升。2019 年综合物流解决方案收入占比仅 21%，2024 年达到 52%，已超过航空速运，成为公司收入最主要的构成部分。

图表4：航空速运收入波动大，综合物流收入持续增长

图表5：综合物流收入占比已超过航空速运



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

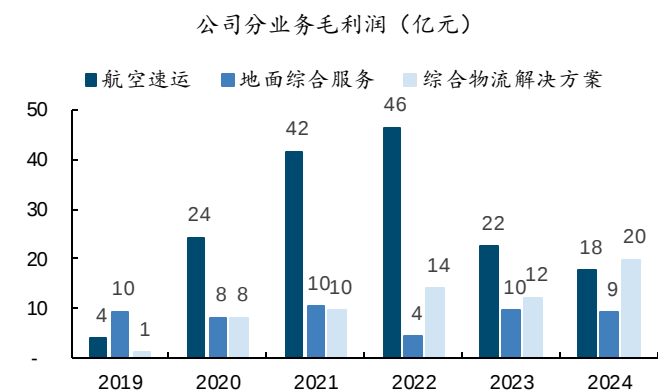
航空速运业务毛利润波动较大。2020-2022 年航空速运业务共录得毛利 112 亿元，占同期公司总毛利 67%。2023 年后毛利润和毛利率均呈现下降趋势，2024 年航空速运的毛利润均占整体的 38%。综合物流解决方案毛利润则自 2023 年起显著提升，2024 年毛利润占比达 42%，为最高的业务板块。

地面综合服务毛利率最高，航空速运业务毛利率下滑。航空速运毛利率在 2019-2022 年呈上升趋势，2022 年达 35%左右，之后下降，2024 年约为 20%；地面综合服务毛利率在 2019 年较高，约为 42%，除 2022 年因货量下降有所波动外整体较为稳定，2024 年约为 36%；综合物流解决方案毛利率在 2020-2024 年均稳定在 14%以上，2024 年约为 16%。

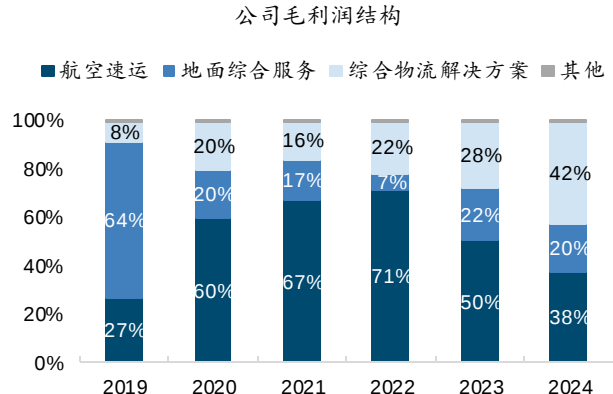


图表6：航空速运业务毛利润波动较大

图表7：综合物流解决方案的毛利均占42%

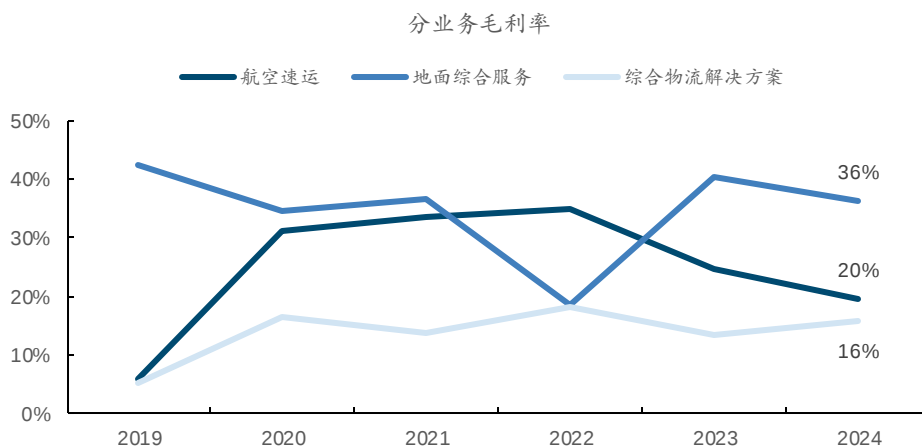


来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

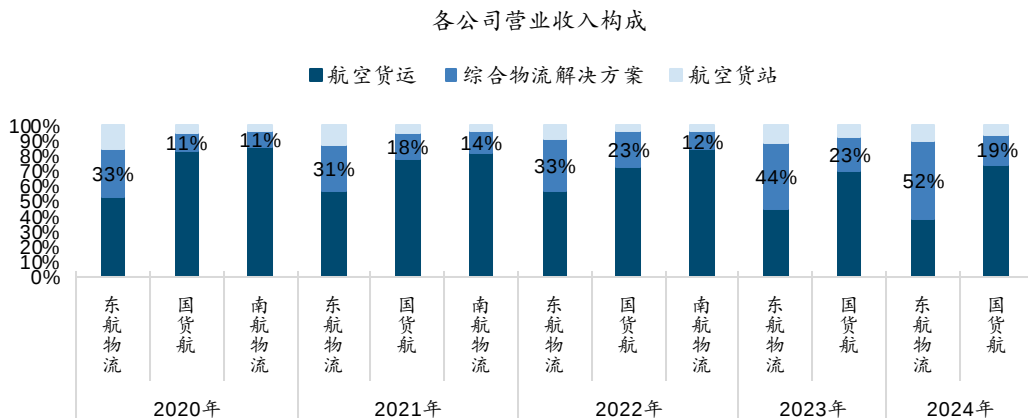
图表8：地面综合服务毛利率最高，航空速运业务毛利率下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

公司综合物流业务收入占比高于同行。从结构看，公司的综合物流收入占比较高，2020-2022年，公司综合物流收入占比均超过30%，高于同行，侧面反映公司大力发展综合物流业务的决心和目标。

图表9：公司综合物流解决方案的收入占比较高



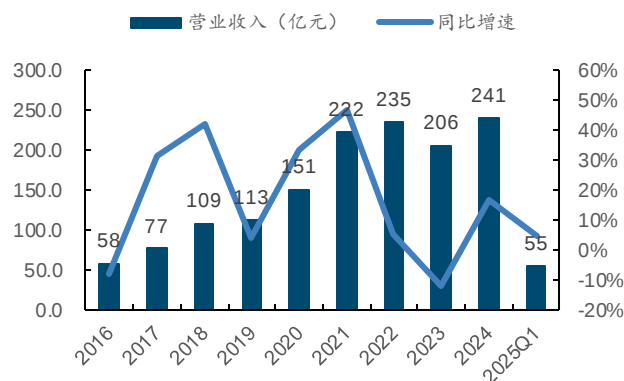
来源：wind，国金证券研究所



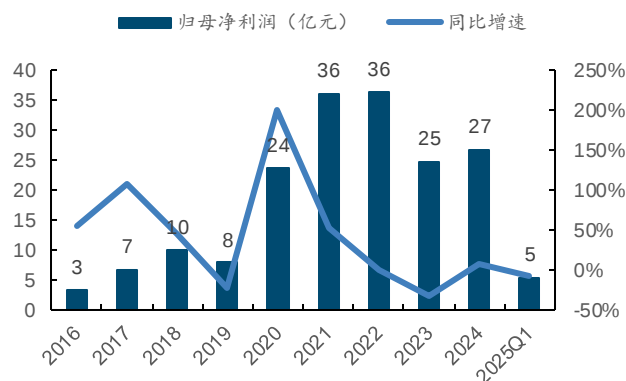
1.2 营收利润随运价波动，收入规模位居行业第一

运价波动影响公司营收利润。2021-2022 年受益于运力紧张运价上涨，公司收入突破 222 亿元，归母净利润突破 36 亿元。2024 年受益于跨境电商的蓬勃发展，空运运价同比上涨，公司营业收入为 241 亿元，同比增长 17%；归母净利润为 27 亿元，同比增长 8%。盈利能力方面，2021-2022 年公司毛利率达到高点，均为 28%，净利率分别为 16%、15%。2024 年，随着收入结构调整及航空速运业务毛利率下降，公司毛利率为 19%，净利率为 11%。

图表10：2024 年公司营业收入同比增长



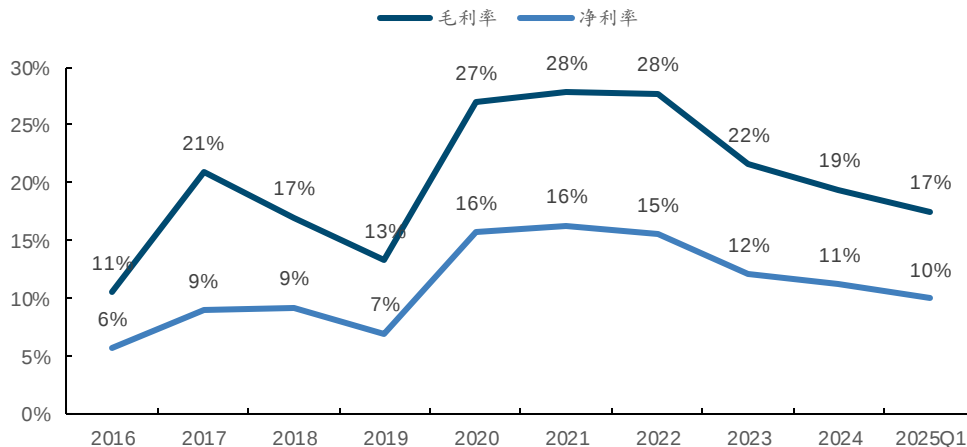
图表11：2024 年公司归母净利润同比增长



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表12：2022 年后毛利率、净利率均下降

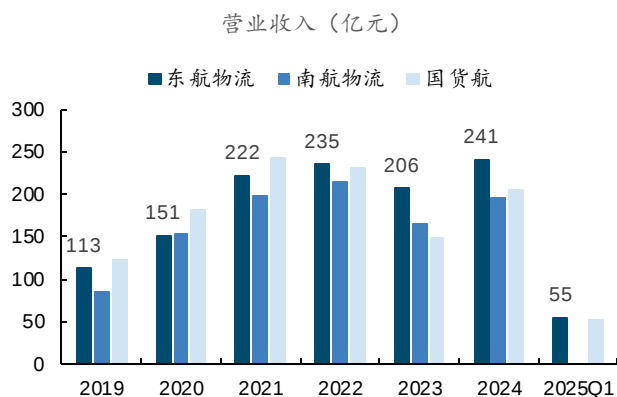


来源：wind，国金证券研究所

公司收入规模大，三大航货运板块收入及利润变动趋势类似。2019-2022 年，三大航营业收入及利润均呈现增长状态，2023 年后开始回落。2020-2022 年南航物流毛利率较高，主要系其各项业务毛利率亦领先，或源于南航物流主基地位于华南，航距较长。其中，公司营业规模位居可比公司第一，归母净利润位居第二。

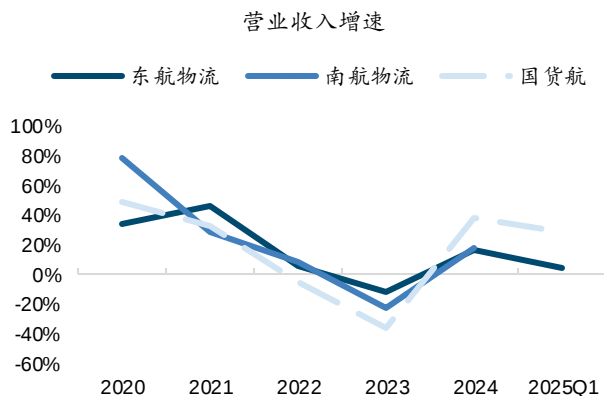


图表13：2022年起公司收入规模行业第一



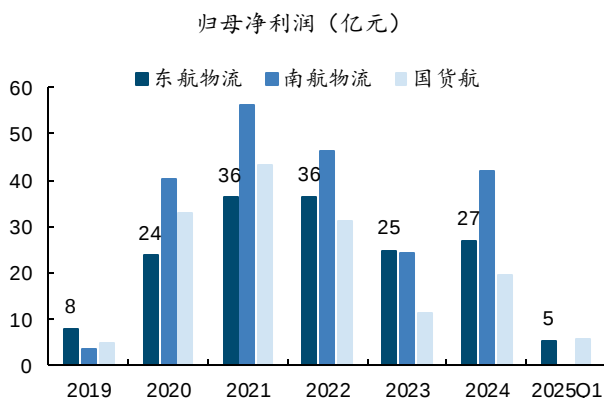
来源：wind，国金证券研究所

图表14：公司与可比公司的收入增速趋势较为一致



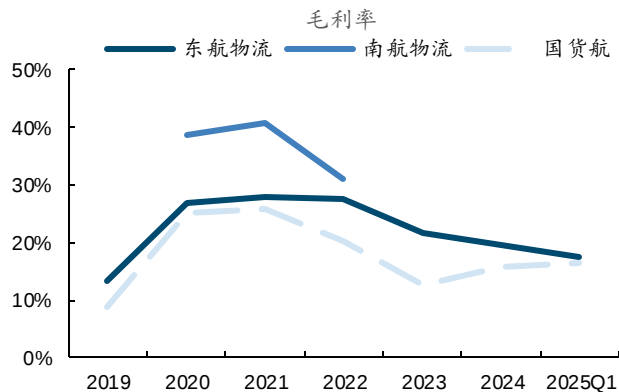
来源：wind，国金证券研究所

图表15：公司归母净利润位居行业第二



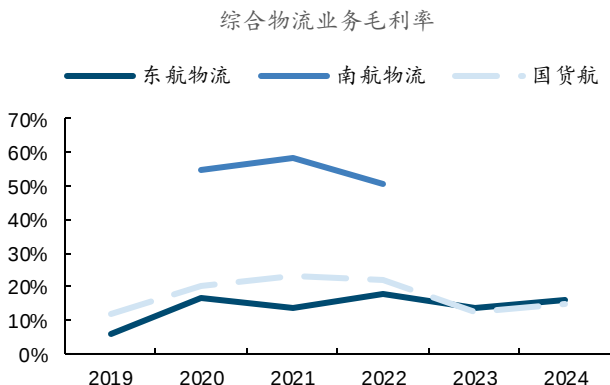
来源：wind，国金证券研究所

图表16：2020-2022年，南航物流毛利率较高



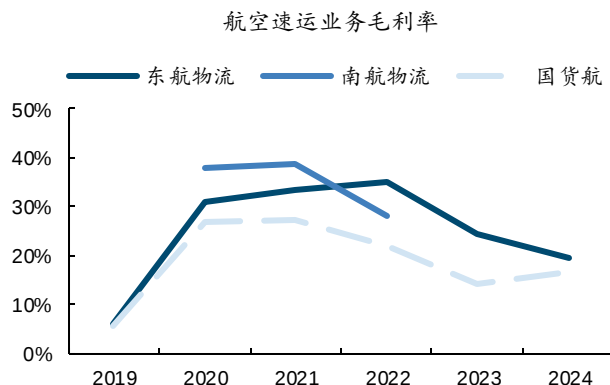
来源：wind，国金证券研究所

图表17：南航物流的综合物流业务毛利率较高



来源：wind，国金证券研究所

图表18：2022年公司的航空速运业务毛利率较高

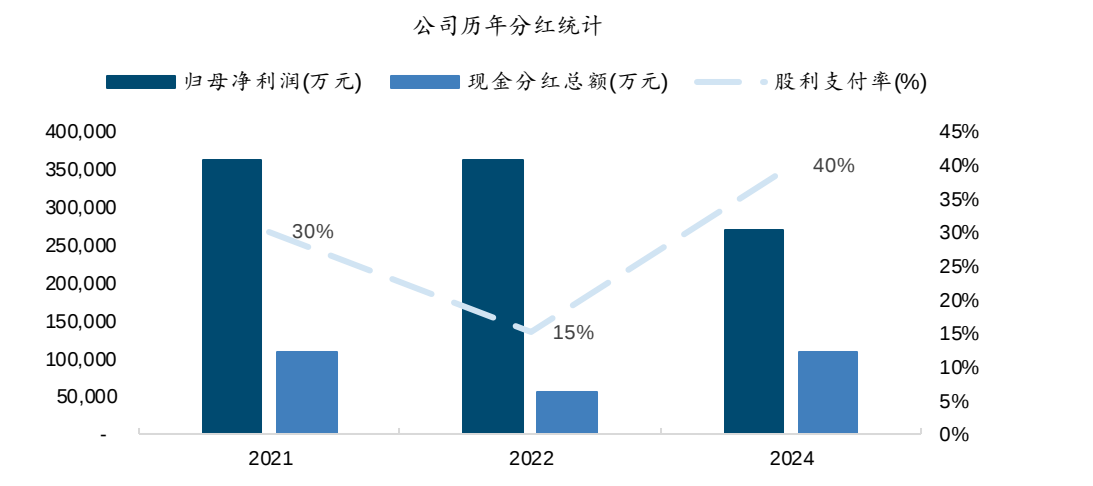


来源：wind，国金证券研究所



公司积极分红回报股东。2024 年公司进行中期和末期分红，2024 年中期向全体股东每 10 股派现 3.89 元，派现 6.18 亿元；2024 年度利润分配预案为每 10 股派现 2.88 元，拟派现 4.57 亿元，加上中期已派现金额，合计 10.7 亿元，占 2024 年度归母净利润的 40%，对应当前市值的股息率为 5.2%。

图表19：2024 年公司分红率提升至 40%



来源：wind，国金证券研究所

二、航空速运：运力资源丰富，受益空运需求增长

2.1 依托全货机与客机腹舱运输提供航空速运服务

公司依托全货机与客机腹舱运输提供航空速运服务。(1) 全货机运输：主要由中货航的货机执行，截至 2025 年 4 月，公司拥有 15 架 B777 全货机，公司机队较年轻，平均机龄仅 4.4 年；(2) 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、代码共享与 SPA 协议，航线网络通达全球 160 个国家和地区的 1000 个目的地。

图表20：公司目前拥有 15 架 B777F

序号	注册号	机型	交付时间	机龄
1	B-2076	波音 777F	2010 年 2 月	15.3 年
2	B-2077	波音 777F	2010 年 3 月	15.1 年
3	B-220E	波音 777F	2020 年 10 月	4.9 年
4	B-220F	波音 777F	2020 年 10 月	4.9 年
5	B-221S	波音 777F	2022 年 1 月	3.4 年
6	B-221W	波音 777F	2022 年 5 月	3.1 年
7	B-222H	波音 777F	2022 年 8 月	2.9 年
8	B-222J	波音 777F	2022 年 7 月	2.8 年
9	B-222K	波音 777F	2022 年 9 月	2.7 年
10	B-222N	波音 777F	2022 年 11 月	2.6 年
11	B-222V	波音 777F	2022 年 12 月	2.4 年
12	B-222Z	波音 777F	2023 年 3 月	2.2 年
13	B-223A	波音 777F	2023 年 4 月	2.1 年
14	B-223F	波音 777F	2023 年 7 月	1.9 年
15	B-226V	波音 777F	2025 年 4 月	全新

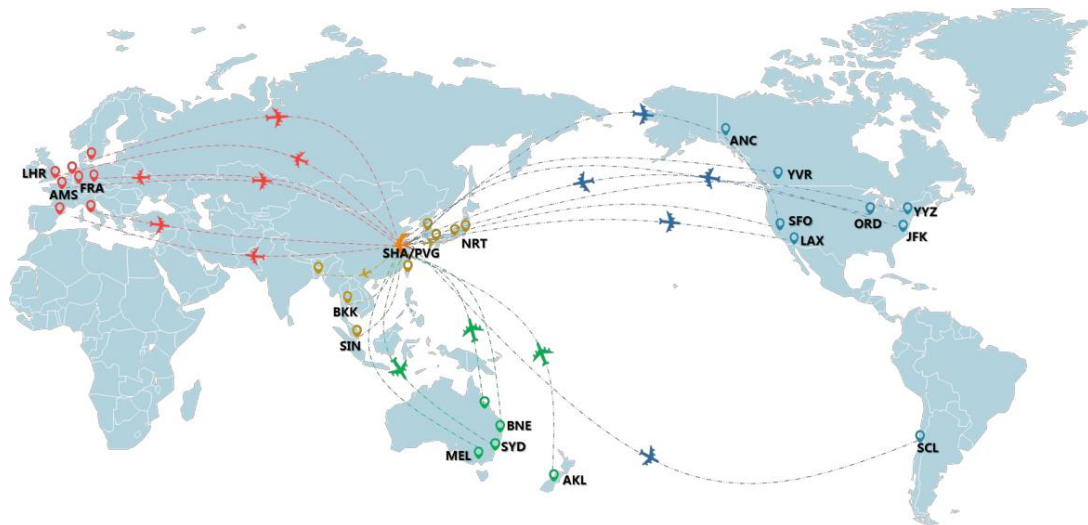
来源：Planespotters，国金证券研究所

公司航权时刻资源丰富。公司子公司中货航于 1998 年成立，是中国国内首家专营航空货邮业务的专业货运航空公司，经过 20 多年的专业化运营和市场深耕，获得并拥有丰富的航权时刻资源，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/布达佩斯/东京/大阪/首尔/新加坡/曼谷等多个国际货运枢纽的 17 条全货机定班航线。

图表21：公司核心国际航线分布图



来源：公司公告，国金证券研究所

公司独家经营东航客机腹舱业务。公司子公司中货航于 2020 年签署《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》，约定中货航自 2020 年 1 月 1 日起至 2032 年 12 月 31 日独家经营东航股份客机货运业务，运输服务价款以中货航独家经营客机货运业务产生的实际货运收入为基数并扣减一定业务费率计算。

其中，业务费率按照独立市场原则以客机货运业务运营费用率为基础，并考虑同行业货运业务收入平均增长率或同行业平均利润水平，由公司与东航股份协商确定。运营费用包括人工成本、资产折旧、货运租赁费、维修费、物业管理费、其他销售费用等。运营费用率在东航股份聘请具有业务资质的会计师事务所执行商定程序的基础上，每年计算调整一次。

公司可通过降本增效降低运营费用率、开拓市场提高业务增速超过三大航均值等方式增加的自身的盈利空间。在公司的营业成本中，运输服务价款即为支付给东航股份的采购成本，2024 年占比 28%，为第一大营业成本项。

图表22：目前公司与东航合作模式为独家经营

合作模式	运营方式	收入与费用
委托经营 (2017.1-2018.3)	中货航与东航股份于 2017 年 1 月 1 日签署了《客机腹舱委托经营协议》，接受东航股份的委托，进行客机腹舱舱位的销售，并在东航股份的授权范围内，负责客机腹舱货运的销售结算业务的统一管理，腹舱货运收入由东航股份所有	收入=东航股份客机腹舱收入×委托费率（2017-2018 年为 4%） 成本=经营过程中的人工成本、营销类费用、办公类费用等支出
承包经营 (2018.4-2020.9)	为彻底解决同业竞争问题，东航物流客机腹舱经营模式转变为承包经营。腹舱货运的业务承揽、腹舱销售、货运操作、信息系统、财务结算等全链条业务均完整交由东航物流独立自主经营管理，东航物流以缔约承运人身份对外签署货物运输协议，独家享有腹舱货运收入。原东航股份经营腹舱货运业务的人员及相关资产全部转移至公司，相应的人员成本、资产折旧及货运租赁费以及销售、结算等经营环节及相应的费用也全部转由公司承担	收入=腹舱货运收入+腹舱承包经营费用（结算价×费用率） 成本=腹舱承包费=结算价=基准价+（年度腹舱货运实际收入-基准价）×50% 其中，费用率按客机腹舱最近三年相关运营费用的实际发生额，除以该等年度内经审计的结算价所得的比值，经算术平均计算的平均值，并且每年进行一次动态调整
独家经营	进一步明确“客改货”等非常规情形下客机货运业	收入=直接销售收入

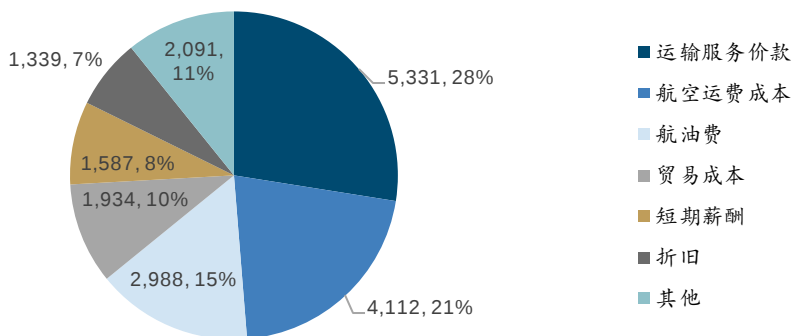


合作模式	运营方式	收入与费用
(2020.10-至今)	务的相关业务范围和定价方式，客机货运业务转变为独家经营模式，公司继续向东航股份支付运输服务价款，同时获得了客机货运业务的独家经营权，进一步整合了航空货运资源	成本=运输服务价款=客机货运实际收入×(1-业务费率) 其中，业务费率=运营费用率+（当年东航客机腹舱货运业务收入增长率-三大航当年客机腹舱货运收入平均增长率）×50% 其中，运营费用率按东航客机货运业务最近过往三年各年度运营费用的实际发生额，分别除以该等年度内经审计的客机货运实际收入所得比值的算术平均值得出，在独家经营期限内每年计算调整一次

来源：公司公告，国金证券研究所

图表23：运输服务价款占营业成本的28%，为第一大营业成本项

2024年公司营业成本构成（百万元）

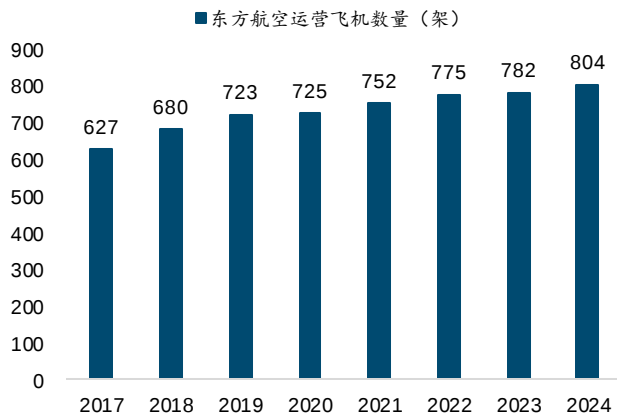


来源：公司公告，国金证券研究所 备注：其他成本包括地面服务费、航路费、飞发修理费用、起降费、租赁费等。

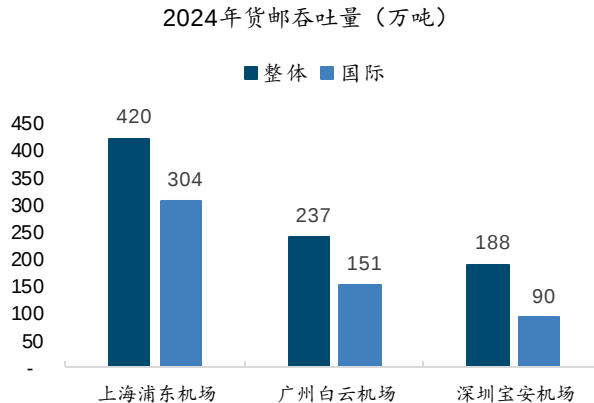
公司客机腹舱运力充足，且区位优势明显。截至2024年末，东航拥有804架飞机，客机腹舱的运力充足。上海浦东机场为我国航空货运量最大的枢纽。基于主基地优势，东方航空（含上海航空、中联航）在上海浦东机场的航班量及运力投入占比在三大航中最高，有望持续受益于上海两场货邮吞吐量的规模优势。

图表24：东航股份拥有800+架飞机

图表25：2024年上海浦东机场货邮吞吐量为首一



来源：wind，国金证券研究所



来源：民航局，国金证券研究所

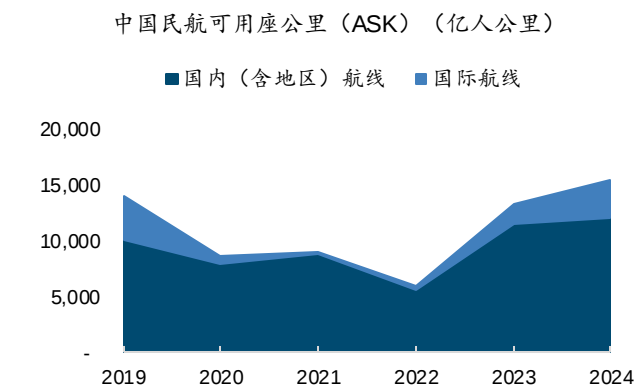


2.2 供需影响运价，航空速运业务收入弹性大

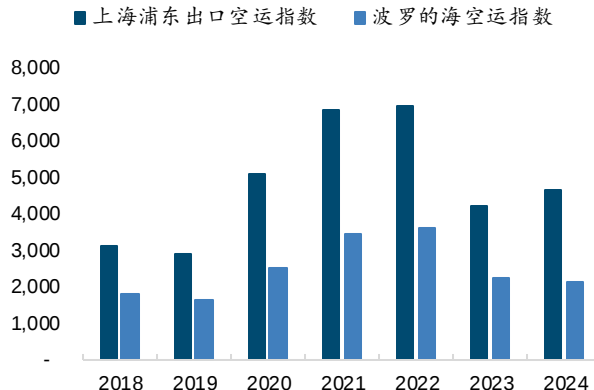
空运价格受供需影响较大。2020-2022 年国际航线 ASK 较 2019 年大幅下滑，客机腹舱运力紧缺，推动运价上涨，2022 年 TAC 出口空运指数触及高点，后随着国际客运航班恢复，公司运价回落。2024 年伴随跨境电商出口需求的爆发，运价再度上涨，全年上海浦东出口空运指数同比增长 11%。

图表26：2020-2022 年国际航线客机腹舱紧缺

图表27：2022 年出口空运指数触及高点



来源：wind，民航局，国金证券研究所

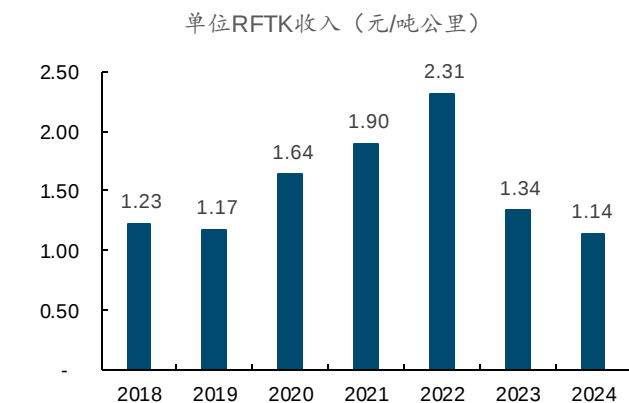


来源：TAC，国金证券研究所

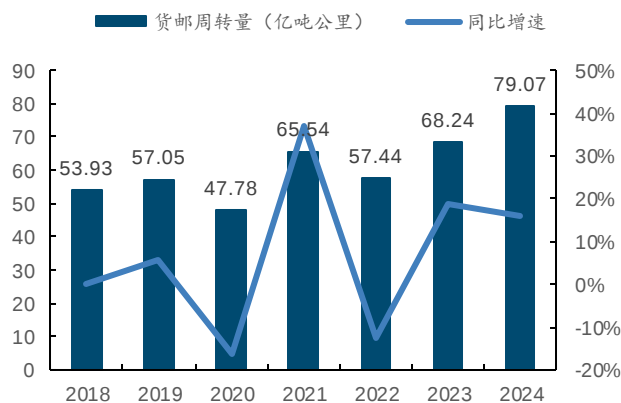
公司航空速运业务的运价弹性大。2020-2022 年公司单位运价亦上涨，带动收入大增；2023 年地缘政治冲突等因素导致海外市场投资和消费需求转弱，运价下跌公司收入回落。同期公司货邮周转量呈现波动向上特征，2019-2024 年货邮周转量 CAGR 为 6.7%。整体看，公司航空速运业务收入主要受票价驱动。

图表28：2020-2022 年公司单位运价大涨

图表29：公司航空速运业务货运周转量波动向上



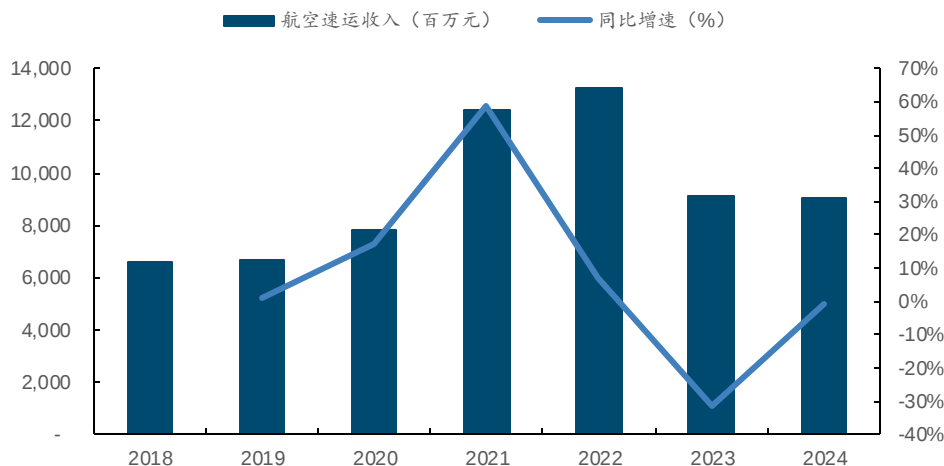
来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所



图表30：航空速运业务收入弹性大



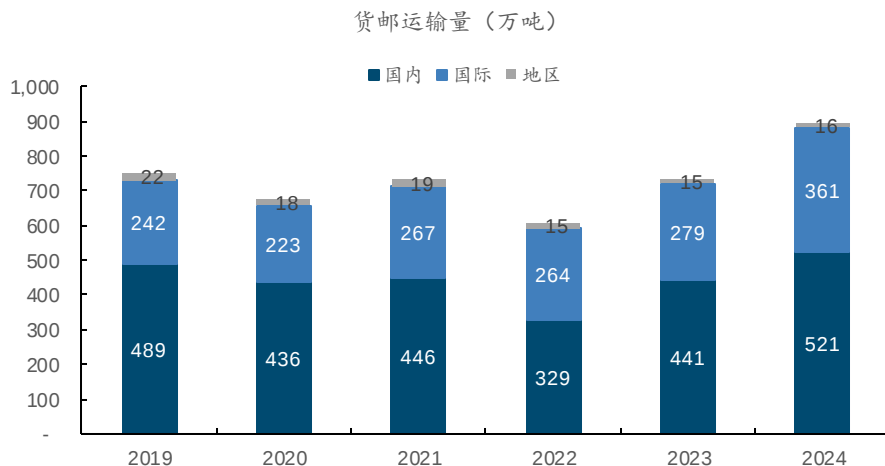
来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 跨境电商出口旺盛，运力可控有望支撑运价

(1) 跨境电商出口需求旺盛，推动民航货邮运输量上升

中国民航货邮运输量稳步上升，主要由国际航线拉动。2024 年中国民航全行业共完成货邮运输量 898 万吨，同比增长 22%，2019-2024 年 CAGR 为 3.6%；其中国际航线完成 361 万吨，同比增长 29%，2019-2024 年 CAGR 为 8%。受益于跨境电商的蓬勃发展，预计 2025 年国际航线货运量将维持双位数增长。

图表31：2022 年以来中国民航货邮运输量持续上升



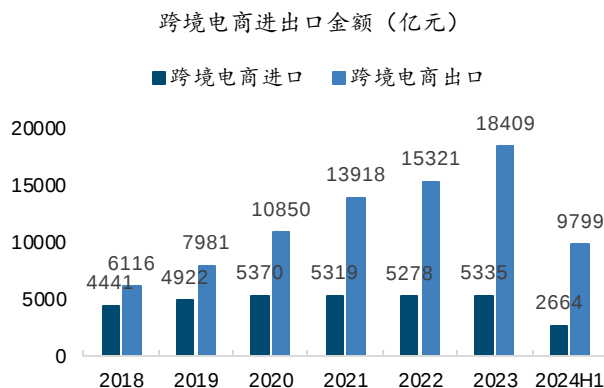
来源：民航局，国金证券研究所

跨境电商主要选择空运模式。欧美方面，从时效、报价方式、服务模式来看，海运 FBA 模式和空运是两个不同的领域。目前跨境电商的直发小包，从时效保证考量，主要选择空运模式。海运模式的运输成本较低，但时效较长，更多匹配 FBA 模式。后续跨境电商会根据自身业务发展，结合不同的产品需求来匹配不同的运作模式，基于目前跨境电商的整体快速发展，其对空运的需求依旧比较旺盛。

航空货运需求增长主要源于电商行业蓬勃发展。2024 年以 SHEIN、TEMU 等为代表的跨境电商企业发展迅猛，全年我国跨境电商进出口 2.63 万亿元，同比增长 10.8%。其中 2024H1 我国跨境电商出口 0.98 万亿元，同比增长 18.7%，跨境电商出口额占整体出口额比重上升至 8.1%。

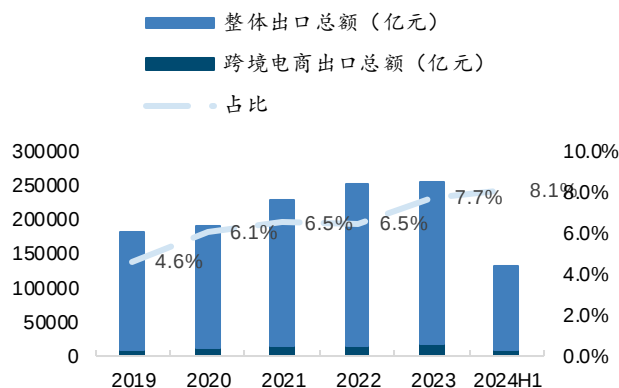


图表32：2018年以来跨境电商出口额大幅增长



来源：海关总署，国金证券研究所

图表33：跨境电商占整体出口总额比重逐年增加



来源：海关总署，国金证券研究所

美国小包关税政策“靴子落地”。“800 美元小额豁免”（T86 模式）是美国海关和边境保护局（CBP）的一项关税政策。根据美国关税法第 321 条款，价值 800 美元以下的低值货物入境美国可享受免关税优惠。2025 年 4 月 2 日，“800 美元小额豁免”政策确认取消，随后几周经过多次调整，目前最新政策如下：从 2025 年 5 月 14 日起，对价格不超过 800 美元的小包裹征收的新关税将从 120%降至 54%，同时保留自 5 月 2 日起生效的每件小额邮递物品 100 美元的从量关税。

关税增加或影响消费需求，进而影响发货量。中国跨境电商巨头依赖该政策通过空运向美国消费者出口低价商品，一方面，取消政策可能影响货量，美方进口商成本增加可能减少相关产品的进口；另一方面，运输速度可能会受到影响，无法像之前一样快速将商品送达美国消费者手中，可能导致市场竞争力下降。

图表34：美国小额商品关税豁免政策变动

日期	事件
2月1日	特朗普签署行政令，取消美国对价值低于800美元的小额商品关税豁免，对进口自中国的商品加征10%关税，原定于2月4日生效。此政策旨在限制低价进口商品，保护本土产业，减少潜在的税收损失和贸易不平衡问题。
2月4日	美国邮政（USPS）宣布暂停接收来自中国内地及香港的包裹。
2月7日	特朗普签署行政命令，暂停执行取消免税政策的条款，恢复“最低限度”免税待遇。
4月2日	自2025年5月2日起，取消中国（包括中国香港）低价值进口商品的免税待遇。通过国际邮政网络运输、价值800美元及以下原本免税的商品，需按商品价值30%或每件25美元（2025年6月1日后涨至每件50美元）缴纳关税。
4月9日	自5月2日起，将来自中国内地和香港的小额包裹关税从货值的30%提升至90%。6月1日之后入境的包裹单件费用将从原定的50美元提升至150美元。
4月10日	自5月2日起，将来自中国内地和香港的小额包裹关税从货值的90%提升至120%。6月1日之后入境的包裹单件费用将从原定的150美元提升至200美元。
5月13日	自5月14日起，将来自中国内地和香港的小额包裹关税从货值的120%降至54%。同时，保留自5月2日起生效的每件小额邮递物品100美元的从量关税，并撤销原计划于6月1日将从量关税提高至200美元的规定。

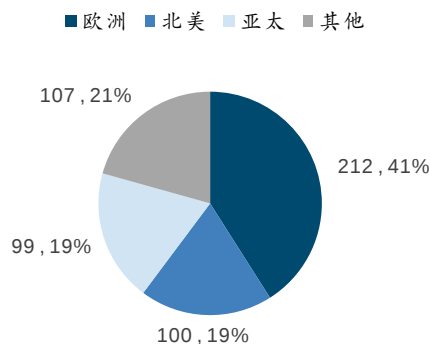
来源：美国白宫官网，观察者网，国金证券研究所

小包豁免政策取消对公司影响可控。参考行业数据，从贸易伙伴来看，2024 年中国出口至亚太、欧洲、北美市场的比例分别为 19.1%、41.0%、19.2%，欧洲排名第一，北美仅占比不足两成且增速缓慢，若在其他航线寻找替代货量，预计关税变动对公司整体业务量影响可控。此外，部分关税豁免或替代性较弱的商品仍有进口需求，相关货物仍将继续通过空运进入美国，关税调整对美线的影响进一步减弱。



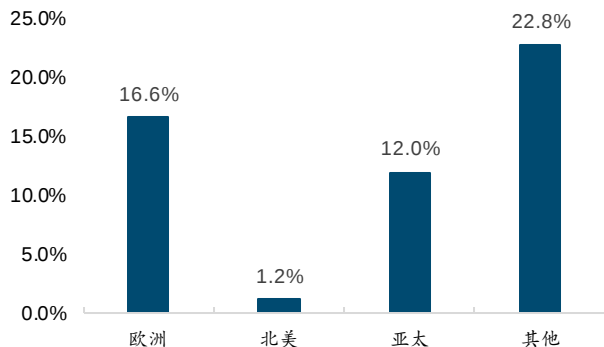
图表35：2024 年我国出口欧洲货量占比最高

2024年中国跨境航空货运出口区域分布（万吨）



图表36：2024 年我国出口至欧洲货量增速为 16.6%

2024年各区域出口货量增速



来源：公司公告，Seabury，国金证券研究所

来源：公司公告，Seabury，国金证券研究所

(2) 行业运力总体可控，有望支撑运价

供给端全货机稀缺，远程货机更加稀缺。据中物联航空物流分会统计，截至 2024 年末，内地共有 17 家货运航空公司，货机数量为 246 架。洲际货机以 B747 和 B777 为主，我国大型货机（B747、B777、A330）数量更为稀缺，仅有 69 架。预计 2025-2026 年三大航集团旗下货运飞机引进数量合计约为 5-6 架/年，增速约为 15%、5%，2026 年起行业远程货机供给将开始偏紧。

图表37：我国全货机的运力紧张（截至 2024. 12. 31）

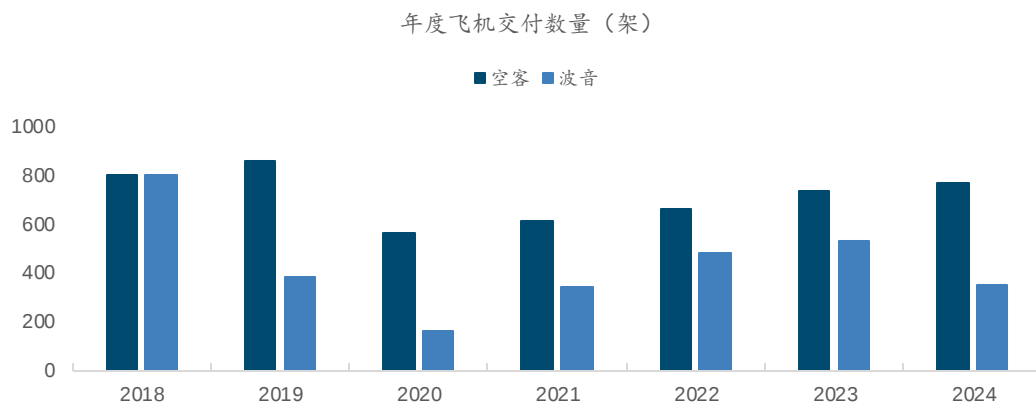
序号	公司名称	B737	B757	B777	B767	B747	A330	ARJ21	A321	合计
1	顺丰航空	19	43		23	4				89
2	邮政航空	33	7	2						42
3	南航物流（南货航）			17						17
4	国货航			11		3	3			17
5	东航物流（中货航）			14						14
6	圆通航空		10		2				1	13
7	中州航空	6			4					10
8	京东航空	9								9
9	中原龙浩航空	6					2			8
10	川航物流						5		2	7
11	天津货航	6								6
12	西北货航		4							4
14	山东航空	3								3
13	中航货运		2							2
15	首都航空								2	2
16	金鹏航空					2				2
17	商舟航空物流	1								1
	合计	83	66	48	25	11	10	1	2	246

来源：中物联，国金证券研究所

飞机制造商交付能力未恢复，大型宽体机扩张存瓶颈。受劳动力短缺以及上游供应商交付问题，2024 年飞机制造商波音、空客产量仅恢复至高点的 43%和 89%，2025 年末有改善，客机腹舱及全货机运力都将受到影响。目前波音 B747F 已经停产，B777F 产能供给也存在一定瓶颈，截至 2025 年 4 月 B777F 待交付订单高达 74 架，2024 年仅交付 13 架，即便按 2023 年交付量高点 26 架测算，目前下订单预计交付时间至少在 3 年后；而空客近日将新一代全货机 A350F 交付时间推迟至 2027 年。产能问题将制约我国中长期全货机的引进量。

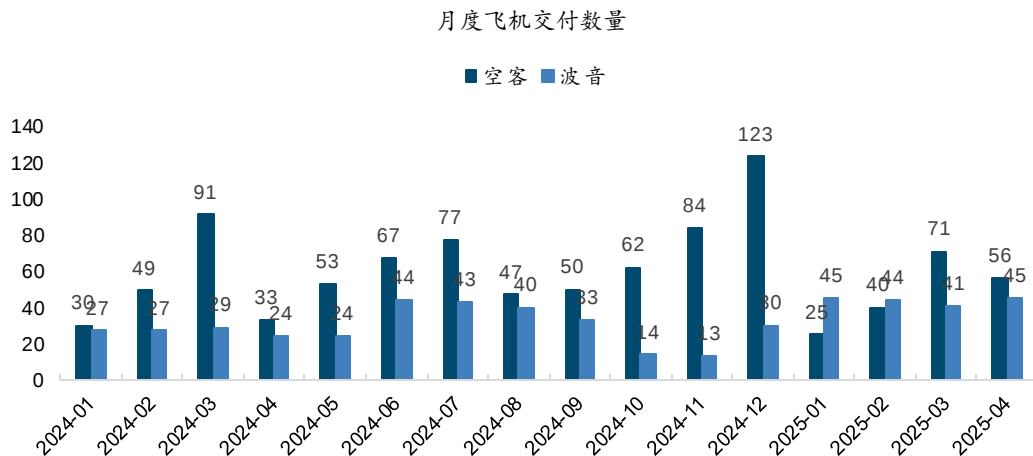


图表38：飞机制造商波音、空客产量未恢复



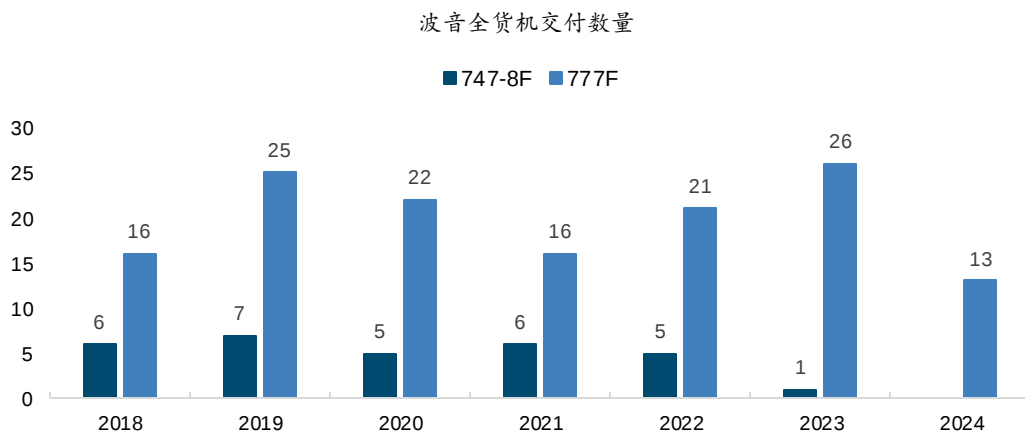
来源：波音、空客，国金证券研究所

图表39：2025年飞机制造商波音、空客产量仍未恢复



来源：波音、空客，国金证券研究所

图表40：2024年波音B777交付能力下降



来源：波音，国金证券研究所



三、综合物流解决方案：收入占比持续提升，跨境电商及产地直达增速较快

3.1 综合物流板块收入占比持续增长

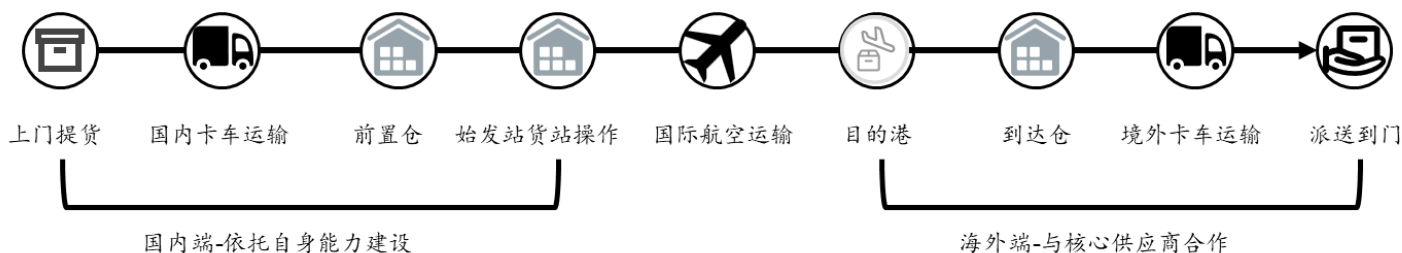
持续布局综合物流板块业务。公司顺应新生消费需求及行业发展趋势，充分发挥资源整合能力的体现，目前已布局包含跨境电商解决方案、产地直达解决方案、同业项目供应链和定制化物流解决方案的综合物流业务。区别于航空速运业务，公司综合物流解决方案依托自身能力建设与海外核心供应商合作，可实现跨境物流的全流程服务。

图表41：综合物流解决方案包括四类业务

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

来源：公司公告，国金证券研究所

图表42：公司综合物流解决方案链条提供“门到门”全流程服务

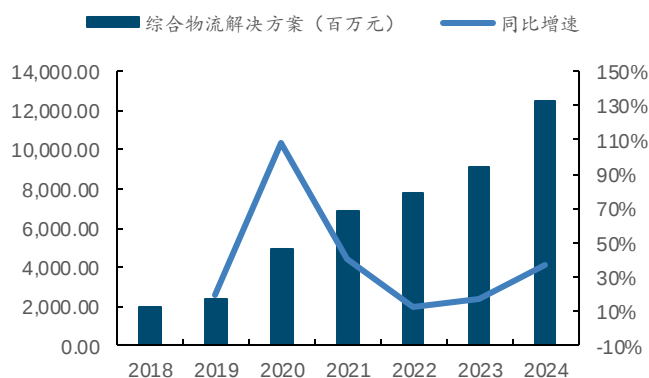


来源：国金证券研究所

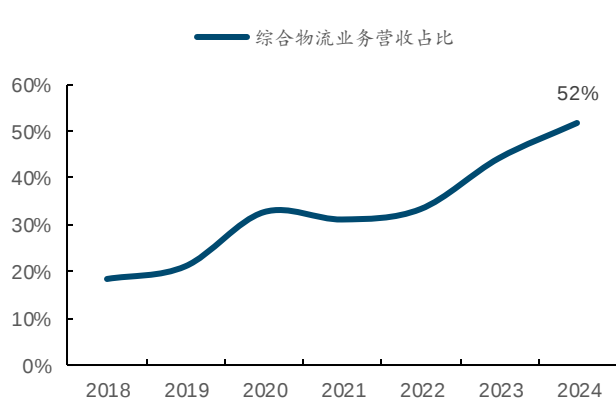
综合物流业务收入占比持续增长。2020年以来，公司综合物流业务收入增幅明显；2024年综合物流解决方案板块实现主营业务收125亿元，同比增长37%，营收占比提升至52%。

图表43：综合物流服务收入明显增加

图表44：2020年以来综合物流业务营收占比持续提升



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

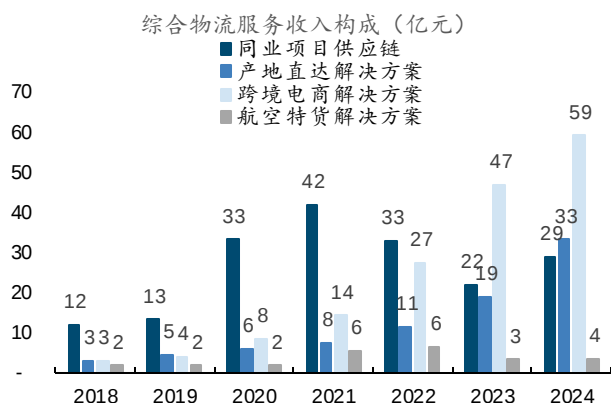
跨境电商及产地直达业务增速快。受益于跨境电商出口高景气，2020年以来跨境电商业务收入增速加快，2024年收入达59亿元，同比增长26%，占综合物流服务收入比重近一



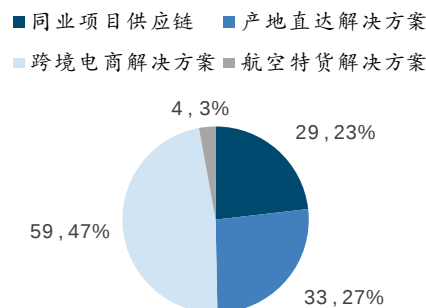
半。同期，同业项目供应链收入占比呈现下降趋势，2024 年占综合物流收入的 23%。2022 年以来产地直达业务收入增长亦较快，2024 年收入为 33 亿元，同比增长 73%，占比达 27%。

图表45：跨境电商及产地直达业务增速快

图表46：跨境电商解决方案收入占综合物流板块的 47%



综合物流服务收入构成（2024年，亿元）



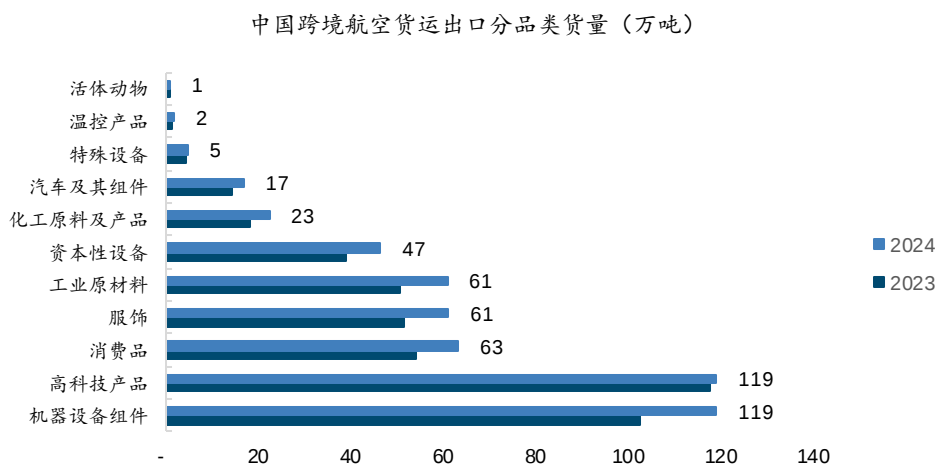
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

3.2 跨境电商解决方案：借跨境电商东风，业务量及收入大幅增长

跨境电商主要品类出口货量大增。2024 年，中国空运出口货量为 518 万吨，同比增长 13.5%；从货物品类来看，空运出口货物主要以机器设备组件、高科技产品、消费品、服饰等为主，合计占比达到 70%，同比增速分别为 16%、1%、17%、18%。

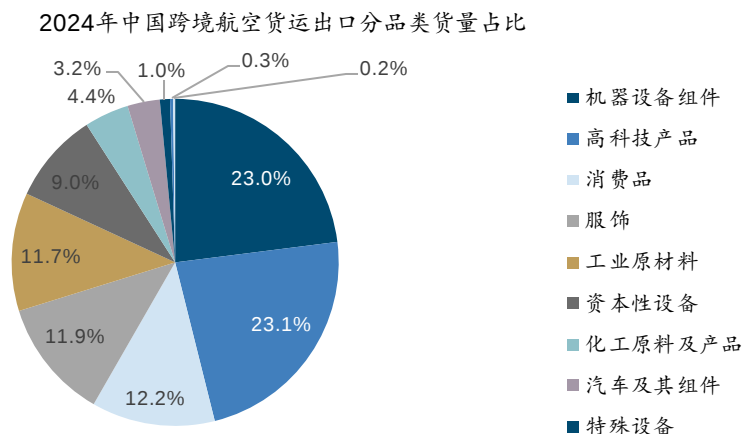
图表47：从货物品类来看，空运出口货物主要以机器设备组件、高科技产品、消费品、服饰等为主



来源：Seabury，公司公告，国金证券研究所



图表48：2024年我国空运出口品类结构中机器设备组件及高科技产品占比高

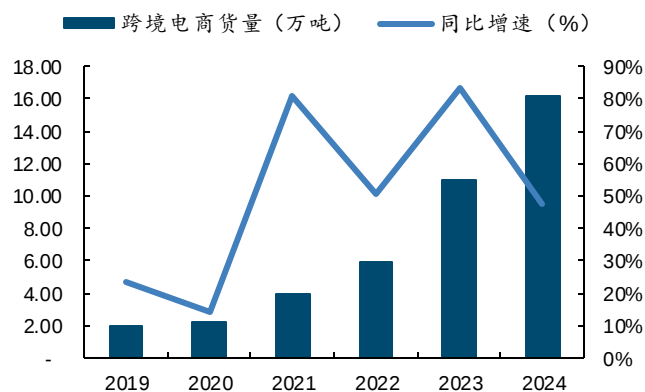
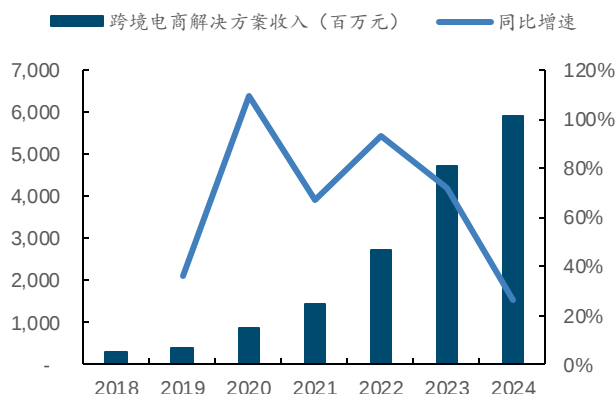


来源：Seabury，国金证券研究所

受益于电商出口高景气，跨境电商解决方案收入大增。伴随跨境电商平台在海外业务拓展的持续发力，公司跨境电商解决方案收入快速增长，2019-2024 年收入 CAGR 为 71%，其中 2024 实现主营业务收入 59 亿元，同比增加 26%。2024 公司跨境电商货量达 16 万吨，同比增长 48%。预计该项业务收入将伴随着跨境电商发展而持续增长。

图表49：2024 年跨境电商业务收入同比增长

图表50：2024 年公司跨境电商业务货量同比增加



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

3.3 产地直达解决方案：特色业务初见成效，收入规模快速增长

公司成功打造生鲜速运航网。为有效整合内部冷链资源，积极推动冷链业务发展，2024 年 4 月公司成立了全资子公司东航冷链，依托“海外直采+航空运输+分销渠道”服务链条打造国际生鲜合同物流。2024 年借助自有全货机和客机腹舱运力、湿租外航运力，东航冷链共运营生鲜航线 18 条，龙虾、三文鱼、车厘子、帝王蟹等四大产品的全国市场份额均居领先地位。



图表51：公司成功打造生鲜速运航网

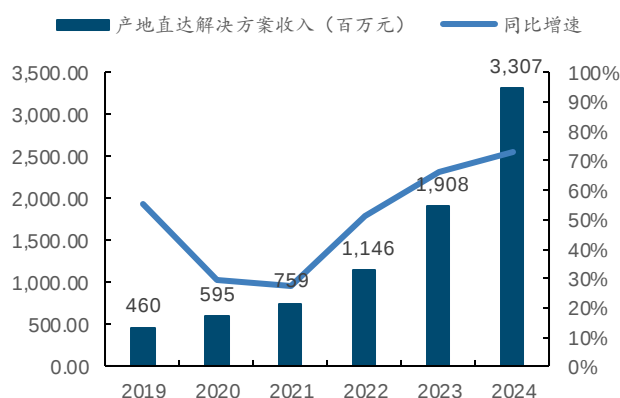
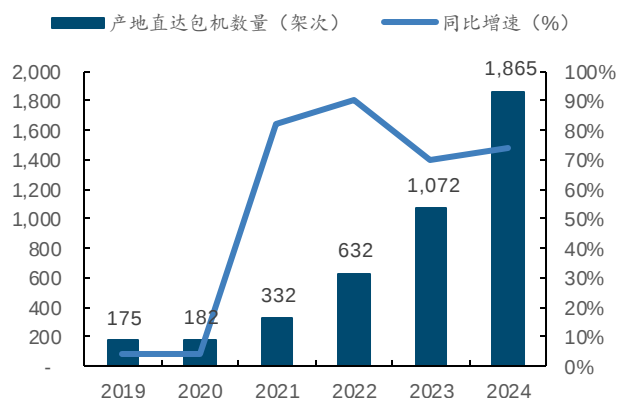


来源：公司公告，国金证券研究所

公司产地直达解决方案收入快速增长。2020 年以来公司大幅增加产地直达包机数量，2024 年全年共有 1865 架次，同比增长 74%。伴随业务量增长，2019-2024 年公司产地直达收入 CAGR 达 48%，其中 2024 实现主营业务收入 33 亿元，同比增加 73%。未来公司将在生鲜进口产业链上增加口岸代操作服务、生鲜暂存暂养及分包分割等服务，业务链条的持续延伸有望为公司带来新的盈利增长点。

图表52：公司产地直达包机数量持续增长

图表53：公司产地直达业务的收入持续增长



来源：wind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

四、地面综合服务：区位优势明显，上海两场市占率高

4.1 地面综合业务区位优势明显

公司主要基于上海两场开展地面综合服务业务。公司地面综合服务包括货站操作、多式联运、仓储业务等，与航空速运业务形成协同与保障效应。公司已在全国范围内构建“货站操作+仓储+配送”的地面综合服务体系，形成了行业内独特的物流服务模式。

图表54：公司地面综合服务分为货站操作、多式联运以及仓储业务

业务分类	主要内容
货站操作	依托全国 17 个枢纽机场自营货站的 150 万平方米库区和操作场地，在上海、北京、昆明、西安、武汉、南京、济南、青岛、兰州、合肥、太原等 10 个省份的 12 个机场提供地面服务，具体包括航班进出港货物的组板、理货、中转、进出港单证信息处理等
多式联运	为航空公司、货运代理人等客户提供国际进出港的国内段卡车航班服务以及两场驳运（上海虹桥-浦东）、内场驳运（上海浦东机场内部）各机场货站之间地面短驳等多式联运服务



业务分类	主要内容
仓储业务	公司除在机场货站内拥有普货仓储之外，同时还拥有温控货物仓库（含冷藏库、冷冻库和恒温库）、危险品仓库、贵重品仓库、活体动物仓库以及超限货物仓库等多元化特种仓储资源，并为国际进出口货物提供报验、查验等操作的海关监管区仓储服务

来源：公司公告，国金证券研究所

公司拥有稀缺的货站资源。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，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。公司拥有的自营货站达 17 个，货站操作场地和仓储面积达 150 万平方米。公司在上海两场具有明显的资源优势，拥有 6 个近机坪货站、1 个货运中转站，是在浦东机场运营跨境电商集中监管库的企业之一。公司另有其他自有货站，分布在北京、南京、昆明、西安、武汉、兰州、太原、济南、青岛、合肥等。

公司货站业务区位优势明显。公司总部及主运营基地位于中国经济最发达的长三角地区中心城市上海，具有得天独厚的区位优势，货邮处理需求旺盛，为公司货站业务带来稳定的收入来源。2024 年浦东机场货邮吞吐量全国第一，市场占有率达 18.8%，上海两场国际货邮吞吐量占全国机场 21%。

图表55：上海浦东机场的货邮吞吐量高居全国第一

机场	2024 年度货邮吞吐量（万吨）	市场占有率
上海/浦东	377.8	18.8%
广州/白云	238.2	11.9%
深圳/宝安	188.1	9.4%
北京/首都	144.3	7.2%
鄂州/花湖	86.5	4.3%
郑州/新郑	82.5	4.1%
杭州/萧山	73.5	3.7%
成都/双流	64.3	3.2%
重庆/江北	47.0	2.3%
上海/虹桥	42.8	2.1%

来源：民航局，国金证券研究所

图表56：上海两场的国际货邮吞吐量占比更高

单位：万吨	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
全国机场货邮吞吐量	1607.5	1782.8	1453.1	1683.3	2006.19
其中：国际货物	660.1	803.4	712.2	715.6	875.6
上海两场货邮吞吐量	402.5	436.6	330.2	379.1	420.59
其中：国际货物	298.1	326.7	258.3	278.5	305.03
上海两场占全国机场比例	25.0%	24.5%	22.7%	22.5%	21.0%
其中：国际货物	45.2%	40.7%	36.3%	38.9%	34.8%

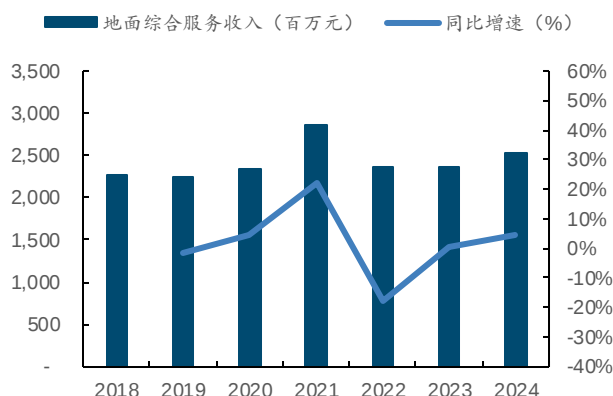
来源：公司公告，民航局，国金证券研究所

4.2 货站操作贡献主要收入，上海两场市占率领先

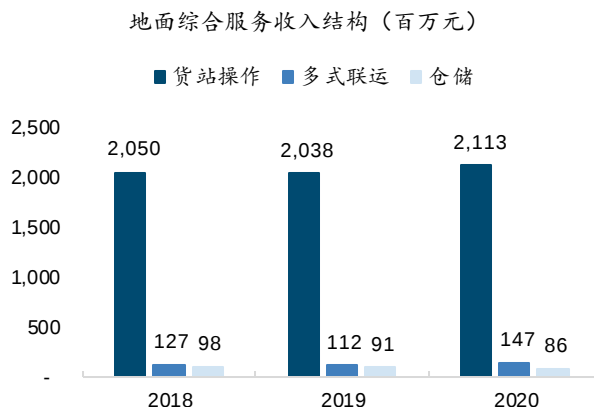
货站操作是地面综合服务的主要收入来源。地面综合服务收入 2021 年收入较高，达 28.7 亿元，同比增长 22%，其他年份均稳定在 22 亿元以上。2024 年地面综合服务收入为 25.3 亿元，较 2023 年同期增加 7%。货站操作为该板块主要收入来源，约占总体的九成。



图表57：地面综合服务收入规模相对稳定



图表58：货站操作作为地面综合服务的主要收入来源



来源：wind，国金证券研究所

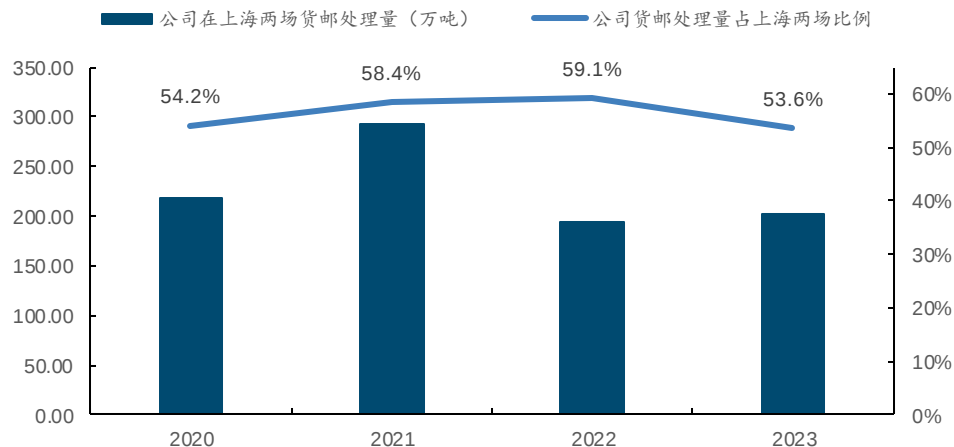
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司在上海两场的货邮处理量市占率较高。合计来看，过去数年公司在上海两场的货邮吞吐量市占率均为 50%以上。

上海浦东机场：公司拥有浦东西区货站、浦东北区货站、浦东南区货站、浦东物流中心货站和浦东东区货站 5 个货站。其中，公司在上海浦东机场的主要竞争对手为上海浦东国际机场货运站有限公司（“PACTL”），双方按货站操作量计算的市场占有率各为 50%左右，呈现平分秋色的市场竞争格局。

上海虹桥机场：公司拥有虹桥西区货站和虹桥东区货站 2 个货站，主要竞争对手为上海机场浦虹国际物流有限公司，公司在上海虹桥机场按货站操作量计算的市场占有率处于显著的优势地位，保持在 70%左右。

图表59：公司在上海两场货邮处理量占比约一半



来源：wind，国金证券研究所

公司在上海两场货站收费为市场调节价，具备一定弹性。公司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。针对航空公司客户，货站使用单价按照机场级别不同分别采用市场调节价及政府指导价进行定价。针对货运代理人客户，货站使用单价均为市场调节价，综合考虑货邮操作量、市场竞争情况等因素而定。公司绝大部分货邮处理量来自上海两场，货站单价具备向上弹性，2018-2020 年公司货站使用单价稳中有升。

产能扩建有望进一步增厚利润。产能扩建方面，浦东西区货站二期以及上海机场合资设立的浦东机场智能货站合资公司按计划推进建设中，届时将进一步提升货站运行效率和市场竞争能力。上述项目的投产均有望扩大现有产能，增厚利润。


图表60：针对航空公司客户的货站使用单价

机场级别	机场	定价方式
一类机场	上海虹桥机场、上海浦东机场等	采取市场调节价，综合考虑货邮操作量、历史合作关系、业务合作情况、市场竞争情况等因素协商而定
二、三类机场	昆明、西安、武汉等地	对于内地航空公司的内地航班采用政府指导价，除此以外的航班均采用市场调节价。其中，政府指导价参照《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》（民航发[2017]18号，以下简称“18号文”）和《关于印发民用机场收费有关问题的通知》（民航发[2019]33号，以下简称“33号文”）

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表61：公司货站使用单价同比提升

项目	2018年	2019年	2020年
货站操作收入（万元）	204,992.20	203,800.01	211,262.68
地面操作总货量（万吨）	257.37	249.46	249.45
货站使用单价（元/吨）	796.49	816.96	846.91

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

五、盈利预测与估值

5.1 收入成本预测

预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 260 亿元、281 亿元、296 亿元，同比分别+8%、+8%和+5%，分业务看：

（1）航空速运：预计 2025-2027 年营业收入为 98 亿元、102 亿元、104 亿元，同比分别+9%、+4%、+1%，其中货邮运输总周转量分别+11%、+4%和+1%，平均吨公里收入分别-2%、+0%和+0%（假设长协结构占比约为 50%）。全货机运力方面，预计公司将于 2025 年引进 4 架飞机，年末飞机达到 18 架。

（2）地面综合服务：地面综合服务的单价较为稳定，盈利主要取决于货量的增长，预计 2025-2027 年营业收入为 27 亿元、28 亿元、29 亿元，同比分别+5%、+5%、+5%，其中公司货邮处理量分别+5%、+5%和+5%；单价参考 2024 年水平并维持稳定。

（3）综合物流解决方案：预计 2025-2027 年营业收入为 135 亿元、151 亿元、163 亿元，同比分别+8%、+12%、+8%，1、跨境电商解决方案：假设 2025-2027 年跨境电商货运量分别同比+0%、+10%和+10%，单价变化参考航空速运业务。2、同业项目供应链：该业务主要面向同行业客户，收入增速参考航空速运业务收入增速。3、产地直达解决方案：假设 2025-2027 年公司生鲜产品进口量分别同比+30%、+20%和+10%，单价变化参考航空速运业务。4、定制化物流解决方案：预计 2025-2027 年货量增速分别为+5%、+5%和+5%。

图表62：公司营业收入预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,111	22,227	23,470	20,621	24,056	25,967	28,091	29,562
YoY	33.8%	47.1%	5.6%	-12.1%	16.7%	7.9%	8.2%	5.2%
航空速运	7,819	12,431	13,284	9,117	9,035	9,810	10,231	10,361
YoY	17.2%	59.0%	6.9%	-31.4%	-0.9%	8.6%	4.3%	1.3%
地面综合服务	2,346	2,870	2,354	2,367	2,531	2,657	2,790	2,930
YoY	4.7%	22.4%	-18.0%	0.6%	6.9%	5.0%	5.0%	5.0%
综合物流解决方案	4,934	6,908	7,816	9,125	12,476	13,485	15,056	16,257
YoY	108.0%	40.0%	13.1%	16.7%	36.7%	8.1%	11.6%	8.0%

来源：wind，国金证券研究所

预计 2025-2027 年公司营业成本分别为 214 亿元、230 亿元、241 亿元，同比分别+11%、+7%和+5%。其中，假设航油采购单价同比分别-8%、+0%和+0%。


图表63：公司营业成本预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业成本	11,040	16,050	16,964	16,180	19,382	21,439	22,993	24,050
YoY	12.7%	45.4%	5.7%	-4.6%	19.8%	10.6%	7.3%	4.6%
运输服务价款	4,895	8,309	7,770	3,634	5,331	5,490	5,655	5,824
航油费	914	1,532	2,670	3,290	2,988	3,631	3,631	3,631
短期薪酬	1,275	1,556	1,648	1,331	1,587	1,904	2,249	2,362
航空运费成本	1,014	1,359	1,933	4,473	6,045	6,344	7,108	7,819
飞机经营租赁费用	601	23	36	24	0	0	0	0
飞发修理费用	628	499	325	334	312	420	420	420
地面服务费	314	362	337	617	584	747	747	747
租赁费	293	64	88	3	38	38	38	38
折旧	207	1,176	1,041	1,394	1,339	1,386	1,667	1,730
起降费	121	138	138	176	169	216	216	216
航路费	138	169	169	300	336	430	430	430
其他	638	863	806	601	649	830	830	830
其他成本	2	2	4	3	3	3	3	3

来源：wind，国金证券研究所

费用率方面，预计 2025-2027 年公司销售费用率均为 1%，管理费用率均为 1.4%，研发费用率均为 0.2%。2025-2027 年，公司毛利率分别为 17.4%、18.2%、18.7%。

图表64：公司费用率及毛利率

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.04%	0.98%	0.99%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	1.75%	1.62%	1.41%	1.40%	1.40%	1.40%
研发费用率	0.10%	0.15%	0.21%	0.20%	0.20%	0.20%
毛利率	27.72%	21.54%	19.43%	17.44%	18.15%	18.65%

来源：wind，国金证券研究所

5.2 估值分析

首次覆盖给予买入评级。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 24 亿元、27 亿元、29 亿元，对应 PE 估值分别仅为 8.5x、7.7x、7.0x。参考可比公司 2025 年平均 PE，给予 2025 年 10 倍 PE，目标价 15.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表65：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
			23A	24A	25E	26E	27E	23A	24A	25E	26E	27E
601598.SH	中国外运	357	42.2	39.2	43.9	48.3	50.1	8.5	9.1	8.1	7.4	7.1
603128.SH	华贸物流	84	6.2	5.4	5.3	5.8	6.5	13.6	15.6	15.9	14.4	13.0
平均值								11.0	12.4	12.0	10.9	10.1
601156.SH	东航物流	206	24.9	26.9	24.1	26.6	29.4	9.4	10.0	8.5	7.7	7.0

来源：wind，国金证券研究所 备注：股价日期为 2025 年 5 月 27 日。华贸物流盈利预测采用 wind 一致预期。

六、风险提示

海外经济和国际关系波动风险。行业增长受海外消费影响较大，存在增长不及预期的可能；同时跨境电商受国际间贸易政策影响较大，欧美关税或电商优惠政策调整可能会导致行业增长不及预期。

竞争加剧风险。如果欧美国际航线客机航班快速恢复或来自第三方航司运力快速增加，大量供给的投放可能会导致航空货运运价低于预期。



油价大幅上涨风险。航油成本是航空公司最主要的成本支出之一。国际油价水平大幅波动将对航油价格水平和燃油附加费收入产生较大影响，进而影响航空公司经营业绩。

安全运行风险。安全飞行是航空公司维持正常运营和良好声誉的前提和基础。恶劣天气、机械故障、人为差错、飞机缺陷以及其他不可抗力事件等都可能对航空公司的飞行安全、空防安全、运行安全造成不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	23,470	20,621	24,056	25,967	28,091	29,562
增长率		-12.1%	16.7%	7.9%	8.2%	5.2%
主营业务成本	-16,964	-16,180	-19,382	-21,439	-22,993	-24,050
%销售收入	72.3%	78.5%	80.6%	82.6%	81.9%	81.4%
毛利	6,507	4,441	4,674	4,528	5,097	5,512
%销售收入	27.7%	21.5%	19.4%	17.4%	18.1%	18.6%
营业税金及附加	-80	-44	-51	-52	-56	-59
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-244	-202	-237	-260	-281	-296
%销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-411	-333	-338	-364	-393	-414
%销售收入	1.8%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
研发费用	-23	-30	-52	-52	-56	-59
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	5,748	3,833	3,996	3,801	4,311	4,684
%销售收入	24.5%	18.6%	16.6%	14.6%	15.3%	15.8%
财务费用	-252	-329	-289	-250	-383	-345
%销售收入	1.1%	1.6%	1.2%	1.0%	1.4%	1.2%
资产减值损失	4	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	-1	1	0	0	0
投资收益	35	1	-9	0	0	0
%税前利润	0.6%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	5,721	3,749	3,929	3,751	4,138	4,559
营业利润率	24.4%	18.2%	16.3%	14.4%	14.7%	15.4%
营业外收支	1	6	8	0	0	0
税前利润	5,722	3,754	3,936	3,751	4,138	4,559
利润率	24.4%	18.2%	16.4%	14.4%	14.7%	15.4%
所得税	-1,431	-902	-872	-938	-1,035	-1,140
所得税率	25.0%	24.0%	22.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	4,291	2,853	3,064	2,813	3,104	3,420
少数股东损益	654	364	376	400	440	484
归属于母公司的净利润	3,637	2,488	2,688	2,413	2,664	2,936
净利率	15.5%	12.1%	11.2%	9.3%	9.5%	9.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4,291	2,853	3,064	2,813	3,104	3,420
少数股东损益	654	364	376	400	440	484
非现金支出	1,198	1,563	1,484	867	1,086	1,086
非经营收益	132	346	380	363	547	539
营运资金变动	-200	475	-1,214	-70	-41	-23
经营活动现金净流	5,422	5,238	3,714	3,974	4,696	5,021
资本开支	-1,286	-550	-2,323	-1,539	-1,595	-1,610
投资	0	-34	-358	0	0	0
其他	35	3	0	0	0	0
投资活动现金净流	-1,251	-581	-2,681	-1,539	-1,595	-1,610
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	472	-568	0	-96	0	0
其他	-4,616	-4,330	-3,425	-1,357	-1,612	-1,713
筹资活动现金净流	-4,144	-4,898	-3,425	-1,453	-1,612	-1,713
现金净流量	72	-273	-2,479	982	1,488	1,698

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,533	9,243	6,753	7,649	9,017	10,598
应收款项	2,137	1,951	2,253	2,748	2,973	3,129
存货	37	34	25	30	32	34
其他流动资产	217	356	725	206	221	231
流动资产	11,924	11,583	9,755	10,633	12,244	13,992
%总资产	45.7%	40.3%	37.1%	32.7%	35.3%	37.9%
长期投资	31	273	616	616	616	616
固定资产	3,837	3,665	8,760	10,260	11,775	13,305
%总资产	14.7%	12.7%	33.3%	31.5%	34.0%	36.0%
无形资产	816	795	907	987	1,067	1,147
非流动资产	14,144	17,165	16,516	21,926	22,435	22,960
%总资产	54.3%	59.7%	62.9%	67.3%	64.7%	62.1%
资产总计	26,068	28,748	26,271	32,559	34,679	36,951
短期借款	2,978	2,341	671	633	633	633
应付款项	1,679	2,360	1,935	2,138	2,293	2,398
其他流动负债	1,126	870	684	556	602	641
流动负债	5,783	5,571	3,290	3,327	3,528	3,673
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	5,600	6,197	3,595	7,999	7,879	7,761
负债	11,383	11,769	6,886	11,326	11,407	11,434
普通股股东权益	13,523	15,453	17,511	18,959	20,557	22,318
其中：股本	1,588	1,588	1,588	1,588	1,588	1,588
未分配利润	7,866	9,729	11,717	13,165	14,763	16,525
少数股东权益	1,162	1,526	1,875	2,275	2,715	3,199
负债股东权益合计	26,068	28,748	26,271	32,559	34,679	36,951

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.291	1.567	1.693	1.520	1.678	1.849
每股净资产	8.518	9.734	11.030	11.942	12.949	14.058
每股经营现金净流	3.415	3.299	2.339	2.503	2.958	3.163
每股股利	0.350	0.000	0.389	0.608	0.671	0.740
回报率						
净资产收益率	26.89%	16.10%	15.35%	12.73%	12.96%	13.15%
总资产收益率	13.95%	8.66%	10.23%	7.41%	7.68%	7.94%
投入资本收益率	24.40%	15.07%	15.51%	13.04%	13.52%	13.43%
增长率						
主营业务收入增长率	5.59%	-12.14%	16.66%	7.94%	8.18%	5.24%
EBIT 增长率	5.11%	-33.32%	4.25%	-4.87%	13.41%	8.67%
净利润增长率	0.27%	-31.58%	8.01%	-10.20%	10.36%	10.21%
总资产增长率	44.53%	10.28%	-8.62%	23.94%	6.51%	6.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.7	32.9	28.1	36.5	36.5	36.5
存货周转天数	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
应付账款周转天数	24.7	32.7	29.6	26.1	26.1	26.1
固定资产周转天数	56.1	58.6	127.3	139.0	148.1	159.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.64%	-40.65%	-31.37%	-33.04%	-36.03%	-39.05%
EBIT 利息保障倍数	22.8	11.7	13.8	15.2	11.3	13.6
资产负债率	43.67%	40.94%	26.21%	34.78%	32.89%	30.94%

来源：公司年报，国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	12	13	21
增持	0	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.22	1.20	1.19	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究