

交通运输

2025 年 06 月 28 日

东航物流 (601156)

—— 航空物流核心资源构建护城河，看好长期业绩成长

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

- 东方航空物流股份有限公司是一家现代综合物流服务企业，总部位于上海，致力于为全球客户提供安全、高效、精准、便捷的物流服务。2021 年公司成功上市，是民航混改第一股，中国东方航空集团有限公司为公司实控人。
- 公司主营业务分为航空速运、地面综合服务、综合物流解决方案三大板块。航空速运业务通过全货机运输和客机腹舱运输两种方式，提供覆盖国际与国内主要航线网络的多层次航空物流服务，截至 2024 年，公司拥有 14 架 B777 全货机并独家经营东航股份公司 800 余架客机腹舱货运业务；地面综合服务业务，公司在核心枢纽机场拥有 17 个自营货站，上海虹浦两场市场份额达 51.9%，实现对关键资源的卡位；综合物流解决方案，公司受益于跨境电商景气度提升，同时公司致力拓展产地直达业务，收入不断增长。受到国际贸易局势和政策对跨境电商的影响，或将影响公司业绩，未来预计逐步恢复并增长。
- 公司致力稳定分红回报投资者。公司上市以来累计分红 27.26 亿元，为投资者提供稳定的回报。根据公司公告的《2024-2026 年股东分红回报规划》，明确在满足公司分红条件的情况下，公司每年度以现金方式分配的利润占当年度实现的归属于上市公司股东净利润的 30%-50%。公司长期分红比例提升。
- 航空物流市场持续增长，短期受到贸易政策扰动影响。行业供给方面，受到航空供应链等因素的影响，货机规模预计保持小幅稳定扩张；行业需求方面，货量预计保持增长，需求端受到国际贸易政策扰动。
- 投资分析意见：我们预测东航物流 2025-2027 年归母净利润分别为 21.20/26.87/31.75 亿元，2025 至 2027 年对应 PE 分别为 9.9x/7.8x/6.6x，假设按照分红率 40% 计算，2025-2027 年股息率分别为 4.1%/5.1%/6.1%。按照当前最新市值测算，2025-2027 年公司 PE 均低于可比公司均值，具备估值优势。公司全货机和货站资产具备资源禀赋优势，未来随着公司全货机运力规模的战略扩容，洲际货运网络的覆盖能力将持续提升，公司洲际货运业务的货源结构与货量规模有望实现双重优化，综合物流解决方案业务短期受到国际贸易政策对跨境电商需求的扰动，未来预计逐步恢复增长并释放业绩弹性。考虑 2025 年公司业务受国际贸易政策扰动，我们以 2026 年盈利预测为估值基础，公司目前与行业均值相比具备 24% 的向上空间，考虑公司航空物流资产稀缺性、运力扩张确定性及业务修复预期，估值具备向行业中枢修复的动力。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济、需求增长不及预期；国际贸易政策不确定风险；航空油价、汇率向不利方向变化。

市场数据： 2025 年 06 月 27 日

收盘价 (元)	13.16
一年内最高/最低 (元)	21.01/11.61
市净率	1.2
股息率% (分红/股价)	5.14
流通 A 股市值 (百万元)	12,431
上证指数/深证成指	3,424.23/10,378.55

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	11.37
资产负债率%	25.76
总股本/流通 A 股 (百万)	1,588/945
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

郑逸欢 A0230124010001
zhengyh@swsresearch.com

联系人

郑逸欢
(8621)23297818x
zhengyh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	24,056	5,486	24,544	27,469	30,050
同比增长率 (%)	16.7	5.0	2.0	11.9	9.4
归母净利润 (百万元)	2,688	545	2,120	2,687	3,175
同比增长率 (%)	8.0	-7.4	-21.1	26.7	18.2
每股收益 (元/股)	1.69	0.34	1.34	1.69	2.00
毛利率 (%)	19.4	17.5	16.4	18.0	19.1
ROE (%)	.	.	.	.	.
市盈率	.	.	.	.	.

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预测东航物流 2025-2027 年归母净利润分别为 21.20/26.87/31.75 亿元，2025 至 2027 年对应 PE 分别为 9.9x/7.8x/6.6x，假设按照分红率 40% 计算，2025-2027 年股息率分别为 4.1%/5.1%/6.1%。以 2026 年盈利预测为估值基础，公司目前与行业均值相比具备 24% 的向上空间，考虑公司航空物流资产稀缺性、运力扩张确定性及业务修复预期，估值具备向行业中枢修复的动力。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

航空速运业务：公司拥有强壁垒的全货机重点国际航线、广覆盖的客机腹舱全球航网资源，运力的战略扩张将为公司带来更多的运量增长。我们预测公司货机的引进节奏到 2025-2027 年年末分别为 18/20/22 架，预计 2025-2027 年年内可利用飞机架数分别为 15/18/20 架，同比增速为 7%/20%/11%。预测货邮运输总周转量 2025-2027 年分别为 82/91/97 亿吨公里，同比增速为 3%/11%/6%，预测货邮运输量 2025-2027 年分别为 165/185/194 万吨，同比增速为 6%/12%/5%。

地面综合服务业务：公司在核心枢纽机场的 17 个自营货站资源，上海虹浦两场市场份额达 51.9%，实现了对关键资源的卡位，未来随着各机场货邮吞吐量的增长，也将带动公司地面综合服务业务货邮处理量的提升。我们预计公司 2025-2027 年的地面综合服务业务的货邮处理量分别为 261/274/288 万吨，同比增速均为 5%。

综合物流解决方案业务：近年来，我国跨境电商迅猛发展，已成为重要的外贸业态和模式，为航空物流需求增长注入了强大动力，公司也受益于跨境电商景气度提升，同时公司致力拓展产地直达业务，收入不断增长。我们预测公司 2025-2027 年综合物流解决方案的跨境电商货量分别为 17/18/18 万吨，同比增速均为 4%，预测 2025-2027 年生鲜产品进口量分别为 4/5/6 万吨，同比增速为 30%/20%/20%。

有别于大众的认识

市场认为：美国取消最低限度的包裹关税豁免政策将直接冲击美线业务，另外面临顺丰航空、国货航、南航物流等在航空物流上的竞争，运价或长期承压。

我们认为：公司通过全货机运力规模的战略扩容，洲际货运网络的覆盖能力将持续提升，公司洲际货运业务的货源结构与货量规模有望实现双重优化，为收入增长提供长期支撑；公司加大分红力度，待国际贸易政策影响消退后，长期来看航空货运资源稀缺性和行业边际向好将提供良好投资价值。

股价表现的催化剂

公司运力增长超预期；国际贸易局势缓解；跨境电商景气度上升

核心假设风险

宏观经济下滑，需求增长不及预期；国际贸易政策不确定风险；航空油价、汇率向不利方向变化

目录

1. 民航混改第一股，航空物流头部企业.....	6
1.1 公司发展历程及股权结构	6
1.2 “天网+地网”组合，竞争壁垒显著.....	7
1.3 经营不断改善，提升抗风险能力.....	9
2. 核心资源构筑护城河，综合物流解决方案带来业绩弹性...13	
2.1 航空速运：持续夯实运营底盘，效率稳中有升	13
2.2 地面综合服务：开拓市场精细管理，效益持续稳固	16
2.3 综合物流解决方案：转型业务快速增长，收入显著提升	19
3. 航空物流市场持续增长，短期受到贸易政策扰动影响	22
3.2 行业供给：货机规模预计保持小幅稳定扩张.....	23
3.3 行业需求：货量保持增长，短期受贸易政策扰动.....	24
4. 投资分析意见	28
4.1 关键假设	28
4.2 盈利预测与估值.....	29
5. 风险提示	32

图表目录

图 1：东航物流发展历程.....	6
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 3 月）	7
图 3：公司主营业务情况（2024 年）	8
图 4：公司营业收入及增速（百万元）	10
图 5：公司归母净利润及增速（百万元）	10
图 6：公司营业收入结构（百万元）	10
图 7：公司各业务板块毛利及毛利率（百万元）	10
图 8：公司历年营业成本拆分（百万元）	11
图 9：三大货航净利润变化（百万元）	11
图 10：公司 ROE 情况.....	12
图 11：公司资产负债率情况	12
图 12：航空速运业务营业收入及增速（百万元）	13
图 13：航空速运业务毛利率（%）	13
图 14：公司核心国际航线分布图（截至 2024 年）	14
图 15：三大航可利用全货机数量（截至 2024 年，架）	15
图 16：三大航客机腹舱数量（截至 2024 年，架）	15
图 17：公司货邮运输量及增速（万吨）	15
图 18：公司货邮运输总周转量及增速（亿吨公里）	15
图 19：公司全货机日均利用率及载运率.....	16
图 20：公司客机腹舱载运率	16
图 21：公司在全国拥有 17 个自营货站（截至 2024 年）	17
图 22：地面综合服务业务营业收入及增速（百万元）	18
图 23：地面综合服务业务毛利率	18
图 24：公司进出港货邮处理量及总体增速（万吨）	19
图 25：综合物流解决方案业务营业收入及增速（百万元）	19
图 26：综合物流解决方案业务毛利率	19
图 27：公司综合物流解决方案：端到端能力构建	20
图 28：公司跨境电商解决方案业务收入情况（亿元）	21
图：公司跨产地直达解决方案收入情况（亿元）	

图 30：我国航空物流发展阶段.....	22
图 31：上海浦东出口航空货运指数.....	23
图 32：2024 年全球航空货运运力变化（%）.....	24
图 33：全球航空货运机队规模预测（%）.....	24
图 34：中国货运飞机在册架数及增速（架）.....	24
图 35：2024 年中国货运飞机分类及占比（架）.....	24
图 36：2024 年全球航空货运需求变化（%）.....	25
图 37：全球航空货运市场需求情况(CTK).....	25
图 38：中国民航货邮运输量（万吨）.....	26
图 39：2024 年我国空运出口品类结构.....	26
图 40：2024 年我国空运出口区域结构.....	26
图 41：中国航司承运国际航线货邮情况（万吨）.....	27
图 42：跨境电商进出口总额（万亿元人民币）.....	27
图 43：中国生鲜电商市场交易规模（亿元）.....	28
图 44：东航物流营业收入预测（百万元）.....	30
图 45：东航物流营业成本预测（百万元）.....	30
图 46：东航物流 P/E BAND.....	31
图 47：东航物流 P/B BAND.....	31
表 1：“天网+地网”组合，覆盖国内外主要枢纽的航线与地面服务网络.....	8
表 2：公司主要业务板块毛利及毛利率（百万元）.....	10
表 3：公司历年分红情况（亿元）.....	12
表 4：公司航空速运核心业务.....	13
表 5：2024 年四大机场货邮吞吐量情况（万吨）.....	17
表 6：公司地面综合服务核心业务.....	17
表 7：公司综合物流解决方案核心业务.....	20
表 8：2024 年全球航空货运市场各区域增长情况.....	25
表 9：东航物流各业务板块关键假设数据.....	29
表 10：东航物流各业务板块盈利预测（百万元）.....	29
表 11：重要可比公司估值表.....	31

1. 民航混改第一股，航空物流头部企业

1.1 公司发展历程及股权结构

东方航空物流股份有限公司是一家现代综合物流服务企业，总部位于上海，致力于为全球客户提供安全、高效、精准、便捷的物流服务。公司在物流行业的布局涉足领域较广，在航空速运、地面综合服务、跨境电商解决方案、同业项目供应链和产地直达解决方案等多个传统或新兴物流领域均有布局，初步具备成为物流服务集成商、打造“干线运输+现代仓储+落地配”一体化服务商的能力，在高质量发展新征程中，推动公司从传统航空货运承运商向现代航空物流综合服务商加速迭代。

东航物流脱身于中国东方航空股份有限公司的航空货运部门，前身东远物流于 2004 年成立。公司历经东方航空、上海航空合并重组，中货航、上货航、长城航合并重组，2012 年中货航与东远物流完成合并，并于 2013 年新东航物流正式运营。2017 年公司完成混合所有制改革，2021 年 6 月再上海证券交易所主板成功上市。

图 1：东航物流发展历程

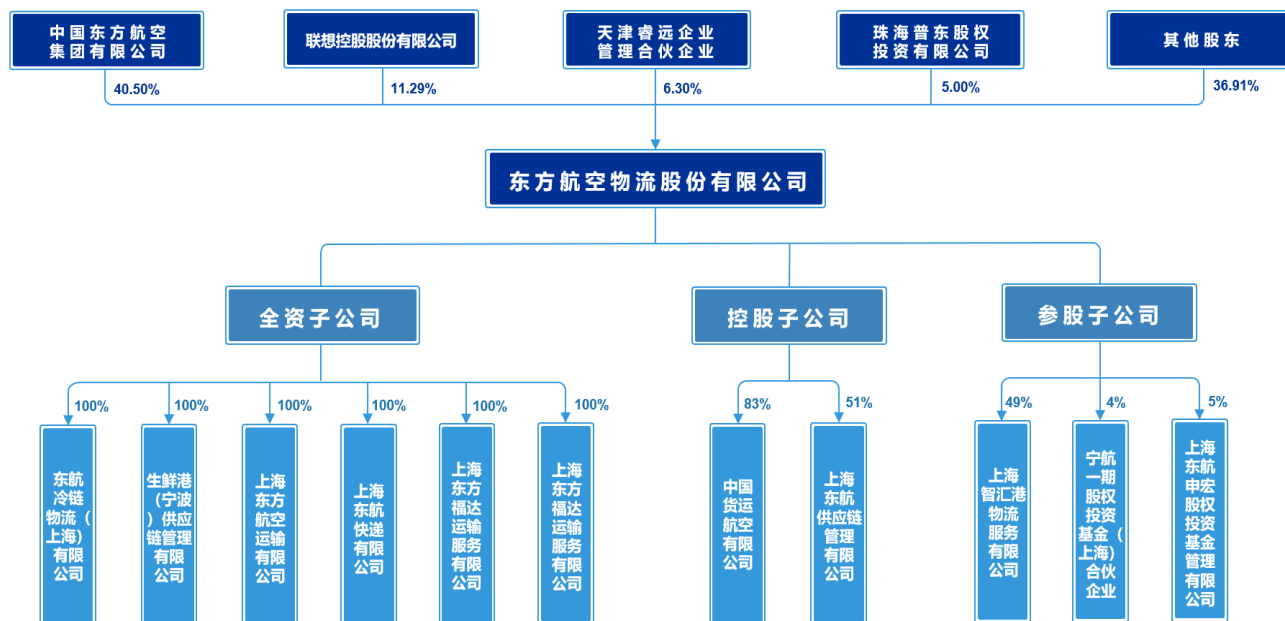


资料来源：公司公告，申万宏源研究

中国东方航空集团有限公司为公司实控人。根据公司公告，东航集团为公司实控人，持有公司 40.5%的股权，联想控股股份有限公司为第二大股东持有公司 11.29%的股权。公司旗下拥有中国货运航空、东航快递、东航运输、东航供应链、东航冷链等子公司及境内外多个站点及分支机构。

根据公司 2025 年 6 月公告，股东珠海普东股权投资有限公司与中邮人寿保险股份有限公司签署了股份转让协议书，拟将持有的 79420100 股股份（占公司总股本 5%）转让给中邮保险。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 3 月）



资料来源：公司公告、Wind，申万宏源研究

1.2 “天网+地网”组合，竞争壁垒显著

公司主要业务集航空速运、货站操作、多式联运、特种仓储、供应链服务、定制化物流解决方案、跨境电商解决方案、冷链运输服务等多重功能于一体，并在运营实践中培育和形成了设计、优化、组织、实施、管理等全程物流服务和资源整合能力，能满足客户多方面的物流需求，提供“一站式”物流服务。

公司主营业务分为航空速运、地面综合服务、综合物流解决方案三大板块：

1) 航空速运：通过全货机运输和客机腹舱运输两种形式为客户提供航空货运物流服务。其中，全货机运输主要由中货航的货机执行，客机腹舱运输主要依托于东航股份的全球航线。核心业务为快运业务、特种货运业务和普货业务。

2) 地面综合服务：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，以及提供配套的海关监管区仓储服务。核心业务为仓储业务、货站操作业务和多式联运。

3) 综合物流解决方案：核心业务跨境电商解决方案业务、同业项目供应链业务、产地直达解决方案业务、定制化物流解决方案业务，为客户提供个性化的供应链全程解决方案。

图 3：公司主营业务情况（2024 年）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

覆盖国内外主要枢纽的航线与地面服务网络，“天网+地网”的组合优势明显：

经过多年的发展和布局，公司构建了行业独特的“天网+地网”全球航空物流网络，并以此作为流量入口和重要支撑，为公司跨境电商解决方案、产地直达解决方案、定制化物流解决方案等业务提供持续赋能。

表 1：“天网+地网”组合，覆盖国内外主要枢纽的航线与地面服务网络

“天网”：以上海为核心枢纽，以广深为重要布局，打造了“欧美为主、亚太为辅”的高效国际航网结构	
全货机国际航网	拥有 14 架 B777 全货机，全部用于执飞欧美、亚太等国际及地区航线。
客机全球航网	独家经营东航股份 800 余架客机的货运业务，国内航网通达全部省会城市和重要城市，覆盖京津冀、珠三角、成渝、长江中下游、关中平原等国家级城市群；依托天合联盟网络，国际航网通达全球 160 个国家和地区的 1000 个目的地。
生鲜速运航网	运营生鲜航线 18 条，在上海、宁波、杭州、青岛、北京、鄂州、成都、合肥等口岸提供生鲜进口空运服务，通过冷链卡车进行地面分拨，服务覆盖 200 余家客户。
“地网”：在全国范围内构建了“货站操作+仓储+配送”的地面综合服务体系	
枢纽机场货站	公司拥有 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 8900 平方米，货站冷库均设有冷冻、冷藏和常温区域，能满足 -18℃ ~ 25℃ 的各温控区间，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	通过加强与上海机场在机场货站的开发合作，以及与中国铁快运在空铁联运产品、空铁联运场站建设等方面的战略合作，进一步强化临空地面一体化物流服务，打造空铁、空陆多式联运领域的竞争优势。
海外网络	公司基于长期的国际化战略和经营布局，在美国、德国、法国、英国、荷兰、韩国、日本、新加坡、泰国、中国香港、中国台湾等国家和地区设有 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：公司公告，申万宏源研究

独特稀缺的航空物流核心资源，竞争壁垒显著：

公司积累了雄厚的航空物流核心资源，拥有强壁垒的全货机重点国际航线、广覆盖的客机腹舱全球航网、强稀缺的核心枢纽机场货站资源，实现了对关键资源的卡位，形成了显著的行业竞争壁垒。

1) 航权时刻资源：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，拥有丰富的航权时刻资源。截至 2024 年，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/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。此外，公司独家经营东航股份 800 余架客机的货运业务，拥有覆盖国内全部省会城市和重要城市、国际重要航点的优质航权时刻资源。

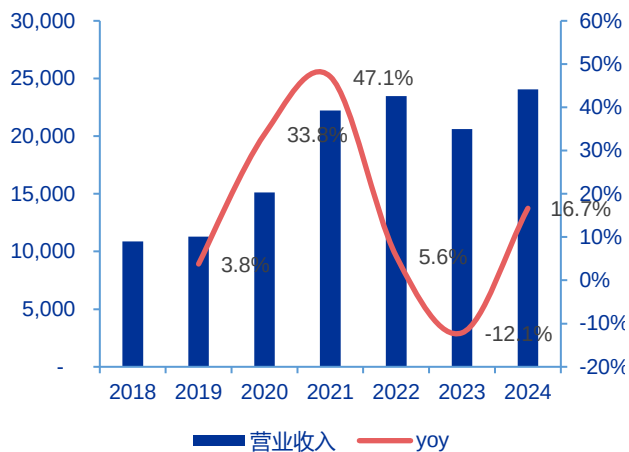
2) 货站及仓储资源：公司的自营货站全部位于机场红线内，存在资质审核、经营许可准入、经营场地等条件的严格限制，核心枢纽机场的货站资源具有不可替代性和稀缺性，构成了公司地面综合服务的核心竞争壁垒。公司在全球第三大航空货运枢纽——上海两场拥有 6 个近机坪货站、1 个货运中转站，是在浦东机场运营跨境电商集中监管库的企业之一。

1.3 经营不断改善，提升抗风险能力

公司持续优化航网建设，推进以上海为核心枢纽，以华南为次枢纽，以北京、成渝为“两翼”的“双核两翼”航网布局建设；不断提升货站地面操作能力，推进前置货站布局和智慧货站建设；深耕跨境电商物流业务，以跨境生鲜为切入点带动航空冷链业务发展。

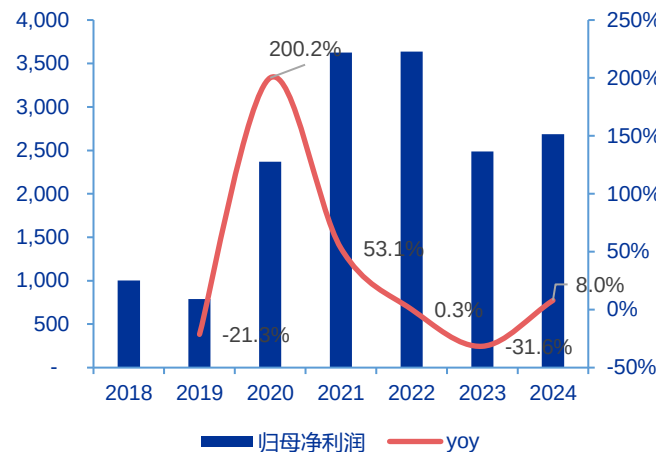
公司 2018-2024 年营业收入由 108.86 亿元增长至 240.56 亿元，复合增速为 14.1%，增速自 2023 年放缓，2024 年受益于以跨境电商物流和产地直达业务为代表的综合物流解决方案业务收入快速增长，营业收入创历史新高达到 240.56 亿元，同比增长 16.7%；公司归母净利润 2018-2024 年由 10.03 亿元增长至 26.88 亿元，复合增速为 17.9%，峰值为 2021-2022 年的 36 亿元左右，2024 年归母净利润同比增长 8.0%

图 4：公司营业收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：公司归母净利润及增速（百万元）

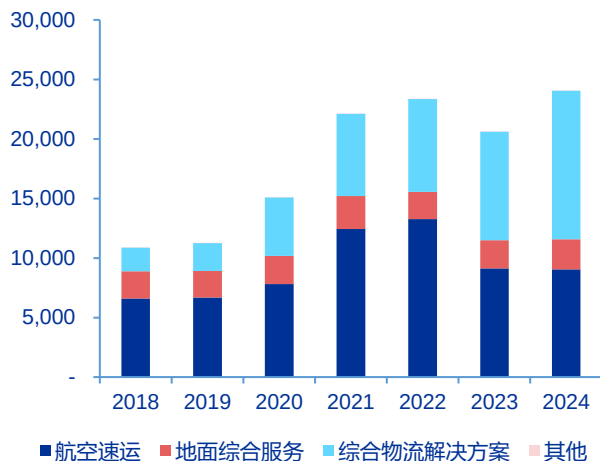


资料来源：公司公告，申万宏源研究

综合物流解决方案业务不断增长，带来业绩弹性。公司航空速运业务收入占总营业收入比例由 2018 年的 60.8%下降至 2024 年的 37.6%，综合物流解决方案收入占比由 2018 年的 18.3%提升至 2024 年的 51.9%，地面综合服务收入占比 2021 年之后降至 10-12%。

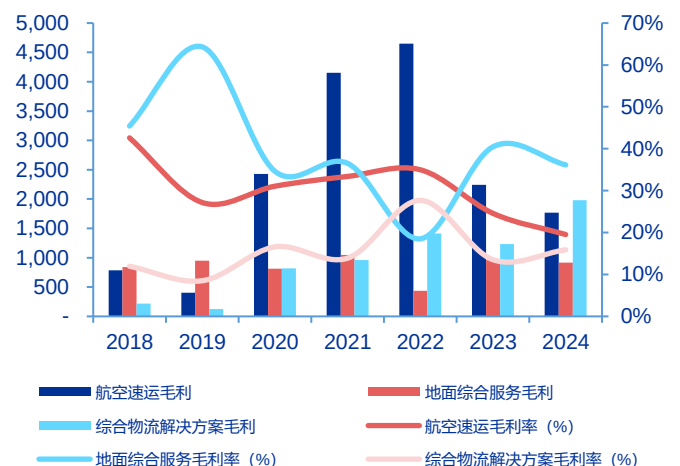
2023 年航空运价下降影响了航空速运和综合物流解决方案的收入,也影响了其毛利率。地面综合服务通过提供温控仓储服务、中转短驳全程冷链服务等增值服务，提升了收益水平，2024 年毛利率达到 36.2%，航空速运和综合物流毛利率分别为 19.5%和 15.9%。

图 6：公司营业收入结构（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：公司各业务板块毛利及毛利率（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：公司主要业务板块毛利及毛利率（百万元）

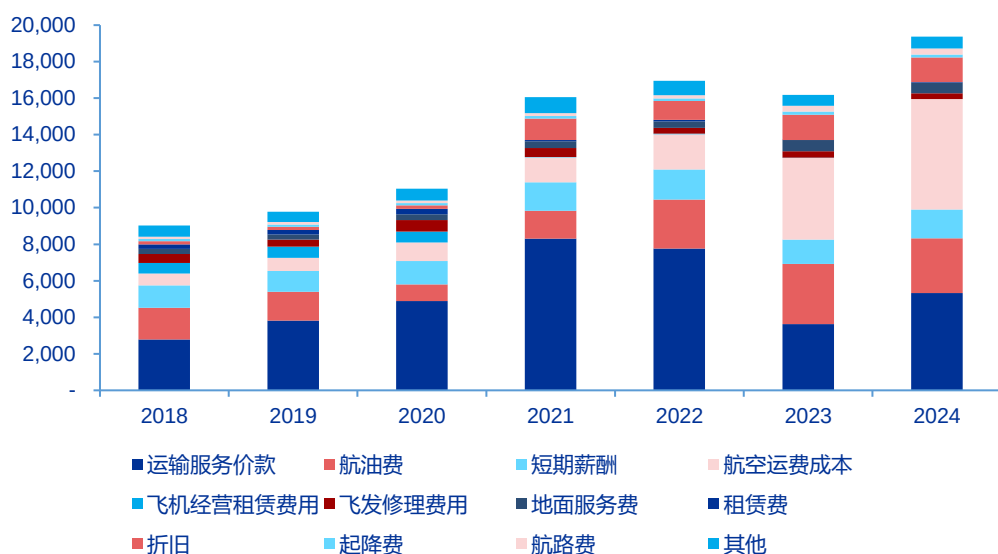
业务板块		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
航空速运	毛利	785	401	2,430	4,152	4,648	2,241	1,765
	毛利率	42.6%	27.2%	31.1%	33.4%	35.0%	24.6%	19.5%
地面综合服务	毛利	837	950	812	1,048	436	958	915
	毛利率	%	%	%	%	%	%	%

综合物流解决方案	毛利	220	126	819	960	1,412	1,233	1,982
	毛利率	12.0%	8.5%	16.6%	13.9%	27.7%	13.5%	15.9%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司 2022-2024 年的营业成本分别为 169.64/161.79/193.82 亿元，分别同比 +5.7%/-4.6%/+19.8%，成本主要受营业收入影响，与营收变动同向。2024 年公司前三大成本项目分别为航空运费成本（含贸易成本）/运输服务价款/航油费，分别成本占比 31.2%/27.5%/15.4%，三者合计贡献 74.1%，为公司主要成本项。

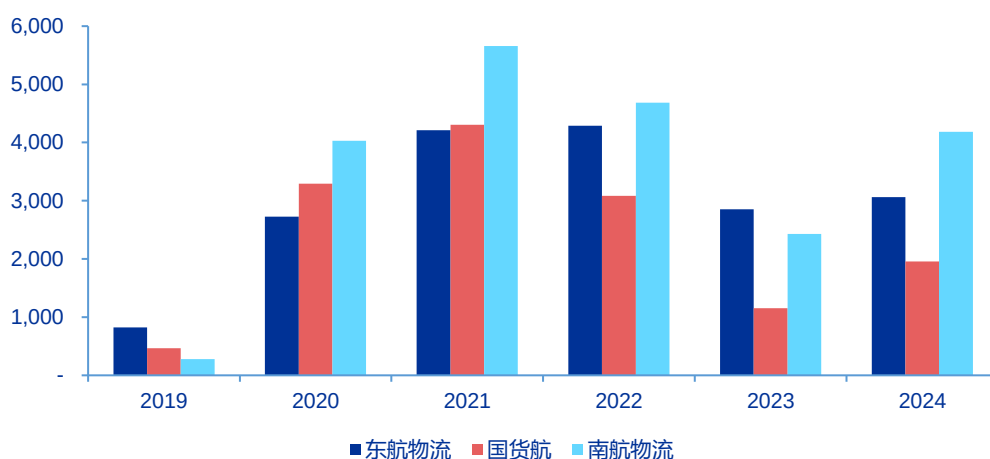
图 8：公司历年营业成本拆分（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司在行业景气度下行期间抗波动表现更好。2023-2024 年在运价波动较大情况下，公司通过优质的地面货站资源及更均衡的业务结构实现了净利润波动较小，由于货机机队数量低于同业，公司 2024 年净利润规模排在三大航第二位。

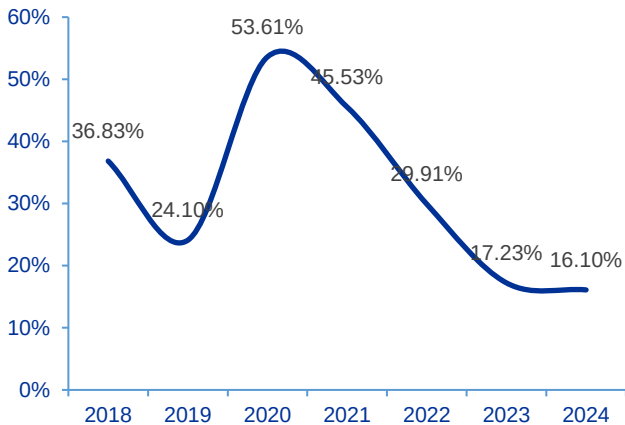
图 9：三大货航净利润变化（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

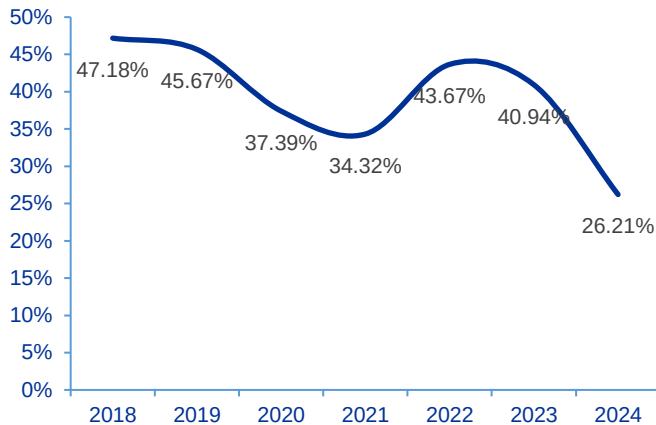
公司上市后 ROE 跟随净利润的变化有所下降，2024 年 ROE 为 16.1%，未来随着业务结构趋于均衡，预计净利润稳中有升，ROE 将维持稳定。公司 2024 年资产负债率为 26.21%，同比下降 14.73 个百分点，主要是公司持续盈利，同时提前回购 3 架融资租赁飞机，负债有所减少，财务状况稳健。

图 10：公司 ROE 情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：公司资产负债率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司致力稳定分红回报投资者。公司上市以来累计分红 27.26 亿元，为投资者提供稳定的回报。根据公司 2025 年 4 月发布的《2024-2026 年股东分红回报规划》公告，明确在满足公司分红条件的情况下，公司每年度以现金方式分配的利润占当年度实现的归属于上市公司股东净利润的 30%-50%（年内多次分红的，进行累计计算）。公司长期分红比例提升。

表 3：公司历年分红情况（亿元）

派息日	报告期归母净利润	分红金额（亿元）	分红比例
2022 年 5 月 27 日	36.27	10.95	30.19%
2023 年 5 月 31 日	36.37	5.56	15.29%
2024 年 10 月 25 日	12.77	6.18	48.39%
2025 年 6 月 20 日	26.88	4.57	17.00%

资料来源：Wind，申万宏源研究

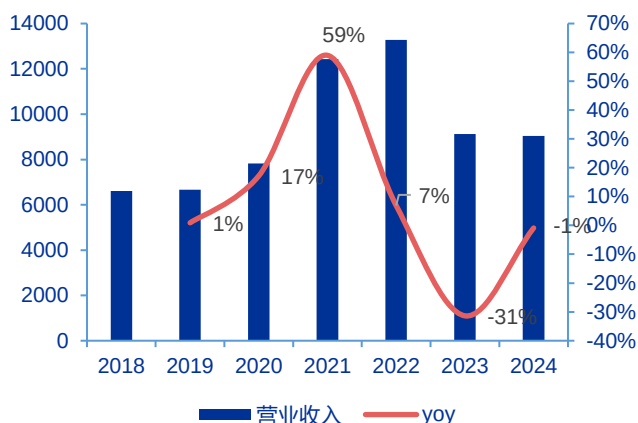
2. 核心资源构筑护城河，综合物流解决方案带来业绩弹性

2.1 航空速运：持续夯实运营底盘，效率稳中有升

公司为客货机兼营航空物流企业，航空速运业务是公司运营底盘。对航空物流行业而言，航空运输是其核心环节，运营模式主要有纯货机运营、纯客机腹舱经营和客货机兼营三类。客机载货量较小，适用于小货和散货，且航线限制较大、运力供给不稳定；货机装载量更大，可装载大件货物；客货机兼营可实现客机腹舱与货机的完美结合。首先，货机可布局客机无法达到的航点，将重叠航线交予客机飞行，充分利用货机运力、实现航线网络化；其次，将小件货物分配给客机腹舱运营，能有效降低单位运输成本，实现航班空间利用最大化。

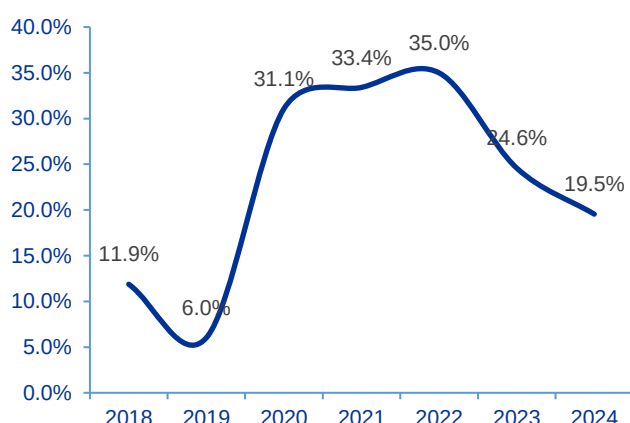
公司航空速运业务 2018-2024 年实现营收复合增速 5.3%，2023-2024 年随着运价下滑而营业收入下降。毛利率水平于 2022 年达到峰值水平 35%，近两年毛利率持续下滑至 19.5%。

图 12：航空速运业务营业收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：航空速运业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

从航空速运产品体系来说，发行人航空速运提供的服务具体可分为快运业务、特种货运业务和普货业务等服务。

表 4：公司航空速运核心业务

产品体系	业务内容
快运业务	快运业务包括快运、快货及快邮等产品，针对有运输时限要求的货物提供的产品服务。其中，快运产品提供机场到机场的快件运输，并提供赔偿性质的退款承诺服务；快货产品提供机场到机场的经济类快件运输服务；快邮产品提供航空邮件的运输服务。快运业务的相关产品包括“当日达”、“次日达”等，也包括延时类的时限产品如“三、五、七”天产品，可灵活安排货物出运时间。

特种货运业务

特种货运针对有特殊操作要求的货物，根据其特殊属性，依据国际航空运输协会各类规定，提供的专业化运输服务。例如，无法用客机运输的危险品等，可以通过设计相应的特运产品，匹配对应的全货机运输路径，全程监控规范化操作，确保运输安全；在冷链运输方面，通过设计快速中转、全程冷链的产品，以满足市场对药品、生物制品及医疗设备等产品不断增长的冷链运输需求；对于艺术品、黄金、钞票等贵重物品、易损易盗的高附加值货物以及活体动物等特殊物品进行专门的特运产品设计，确保货物运输的安全和高效。

普货业务

普货业务系针对无特殊属性及操作要求货物提供的运输服务。具体包括无需特别处理的各类普通货物及按货物运输的旅客行李等。

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

航网布局方面，持续推进以上海为核心枢纽，以华南为次枢纽，以北京、成渝为“两翼”的“双核两翼”航网布局建设。结合市场情况，充分考虑机组资源利用及飞机检修等因素，长线运力投优投足，巩固并提升公司在欧线市场的份额和竞争力。2024年7月，公司开通上海-布达佩斯全货机航线，使得在欧洲的全货机定期航班通航点增至4个，分别为伦敦、阿姆斯特丹、法兰克福、布达佩斯。此外，公司持续加强与其他航司的SPA协议联运合作，将航空物流网络延伸至南美洲和非洲。

图 14：公司核心国际航线分布图（截至 2024 年）

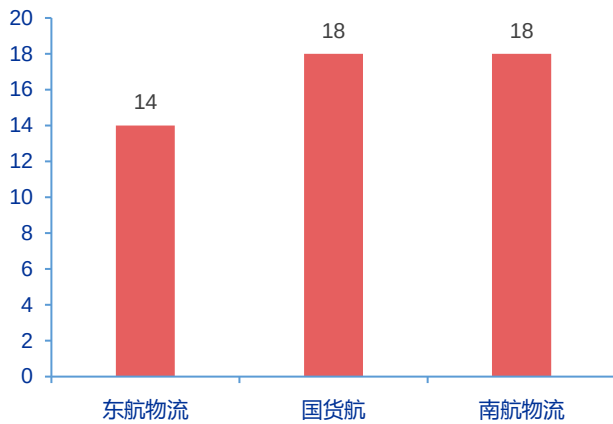


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司通过全货机运输和客机腹舱运输两种方式，为客户提供覆盖国际与国内主要航线网络的多层次航空物流服务。截至 2024 年末，公司拥有 14 架 B777 全货机，其最大起飞重量 347.5 吨，最大业载 102.0 吨，设计航程 4605 海里。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 16 个国际城市，形成了稳定的国际货运通道。客机腹舱运输主要依托于东航股份的 800 余架腹舱运力和全球航线，通过天合联盟、代码共享与 SPA 协议等合作模式，将服务网络延伸至全球 个国家和地区的 个目的地，

实现了航空货运网络的全球化布局。公司通过自有运力，打造运输时效快、空间跨度广、安全保障强的航空速运时限产品体系，致力于为中国产业结构升级、制造业转型和品牌出海贡献力量。

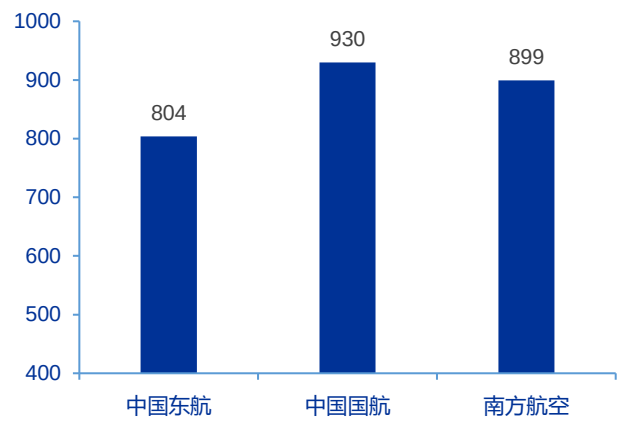
图 15: 三大航可利用全货机数量 (截至 2024 年, 架)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

注: 国货航总货机 22 架, 其中 4 架已退役待转让

图 16: 三大航客机腹舱数量 (截至 2024 年, 架)

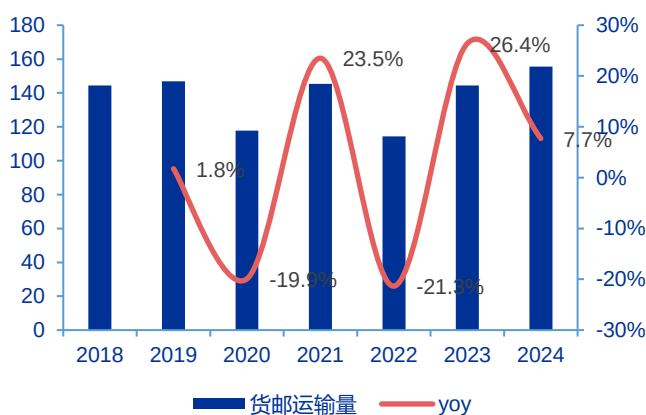


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

航空速运业务市场需求来源于国民经济稳定增长、高端制造业、跨境电商及冷链物流等下游行业快速发展所带来的终端消费者对货邮的物流需求增长。相比其他货运方式, 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。公司货邮运输量近年来较为平稳, 运输量由 2018 年的 144.4 万吨增长至 2024 年的 155.6 万吨, 复合增速为 1.3%; 货邮总周转量随着跨境运输需求的提升, 2018-2024 年复合增速高于运输量增速达到 6.6%。

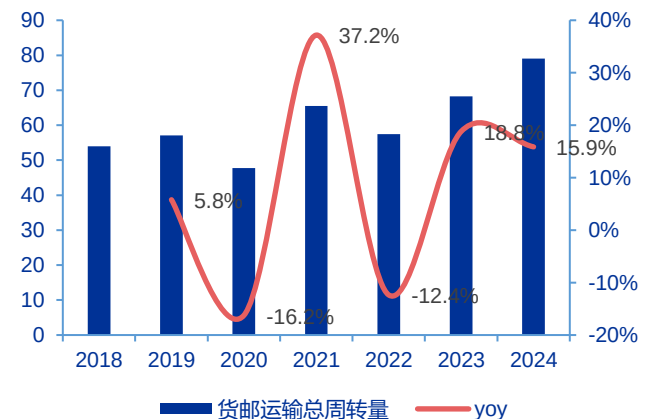
2024 年, 公司加密欧美优势航线班次, 并充分利用客机腹舱资源打通华南地区跨境电商货物、成渝及华北地区电子产品的空空中转通道, 货邮运输量同比增长 7.70%, 货邮总周转量同比增长 15.87%。

图 17: 公司货邮运输量及增速 (万吨)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 18: 公司货邮运输总周转量及增速 (亿吨公里)

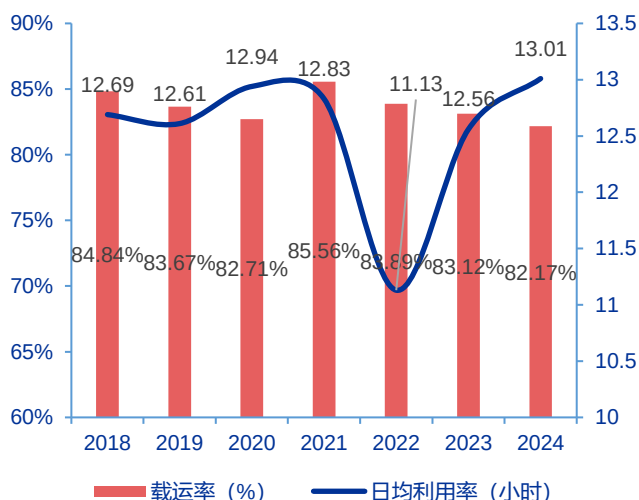


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

在全货机可用架数减少的情况下，公司积极提升运营效率，巩固提升公司在长线市场的份额和竞争力。根据公司公告，2024 年公司全货机日均利用率达 13.01 小时，为 2018 年以来的最高水平；载运率 82.17%，维持相对高位水平。

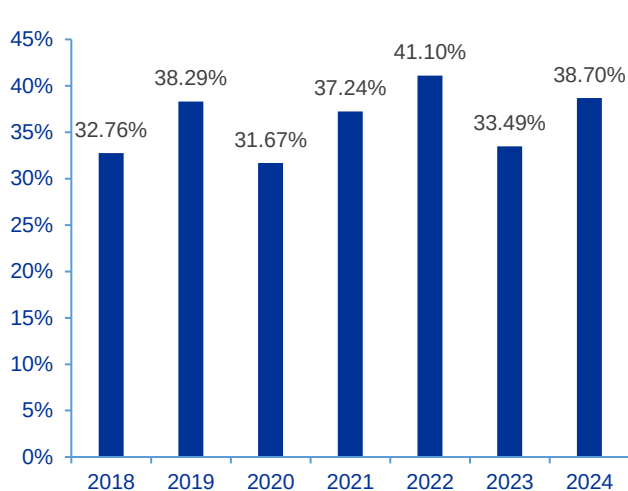
全面深化客货联动。公司加强对客机腹舱运力的精细管控，合理分配客货共飞点运力，充分利用客机腹舱资源打通华南地区跨境电商货物、成渝及华北地区电子产品等货源的空中中转通道，并针对性地优化中转卡车转运线路、客货机班次衔接、二程货物运输组织等流程，提升客货机载运率和航线收益。2024 年，公司客机腹舱载运率为 38.70%，同比提升 5.21 个百分点。

图 19：公司全货机日均利用率及载运率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：公司客机腹舱载运率

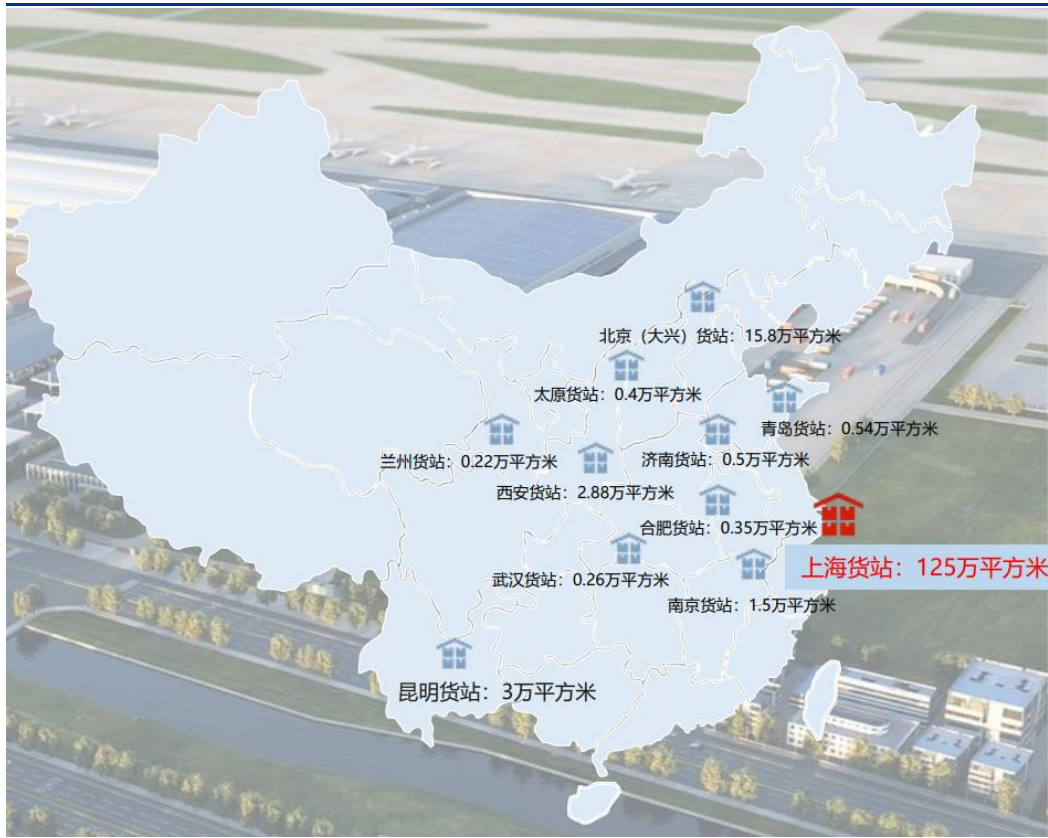


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 地面综合服务：开拓市场精细管理，效益持续稳固

公司拥有上海货运枢纽地位和丰富的货站分布，保障地面综合服务的行业竞争力。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。截至 2024 年，公司在全国范围内拥有 17 个自营货站，在上海虹桥和浦东两大机场均自有操作基地，拥有共计 7 个货站，总面积 125 万平方米，2024 年上海虹浦两场货站货邮处理量达 217.7 万吨，市场份额 51.9%；公司在北京、南京、昆明、西安、武汉、兰州、太原、济南、青岛、合肥各枢纽城市拥有 10 个外地自营货站。丰富的货站分布和上海货运枢纽地位，能够保障公司地面综合服务的行业领先地位。

图 21：公司在全国拥有 17 个自营货站（截至 2024 年）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2024 年四大机场货邮吞吐量占全国机场吞吐量份额为 49.7%，其中国际及地区货邮吞吐量份额为 70.3%。四大机场货邮吞吐量同比均有增长，其中上海机场吞吐量绝对值保持第一，首都机场增速最快。

表 5：2024 年四大机场货邮吞吐量情况（万吨）

四大机场	货邮吞吐量	同比	国际及地区	同比
上海机场	419.8	10.6%	346.4	9.5%
广州机场	238.3	17.3%	159.2	15.5%
深圳机场	188.1	17.6%	96.5	25.3%
首都机场	150.2	34.6%	73.5	32.0%

资料来源：机场月报、公司公告，申万宏源研究

公司通过货站操作、多式联运、仓储业务等航空物流核心作业环节及延伸服务，为客户提供全方位地面综合服务，与航空速运业务形成协同与保障效应。

表 6：公司地面综合服务核心业务

业务类型	内容
货站操作	依托全国 17 个枢纽机场自营货站的库区和操作场地，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，确保货物高效流转与精准交付。

多式联运

面向航空公司、货运代理人等客户，提供多种联运服务，涵盖国际进出港的国内段卡车航班服务，以及两场驳运（上海虹桥-浦东）、内场驳运（上海浦东机场内部）、各机场货站之间地面短驳等多式联运服务，实现航空与陆运的无缝衔接，提升物流效率与灵活性。

仓储业务

依托丰富的仓储资源，构建了覆盖普货与特种货物的仓储服务体系。除机场货站内的普货仓储外，公司还拥有国内稀缺的多元化特种仓储设施，包括温控仓库（含冷藏库、冷冻库、恒温库）、危险品仓库、贵重品仓库、活体动物仓库以及超限货物仓库，可满足各类特殊性质货物的存储需求。同时，提供海关监管区仓储服务，为国际进出口货物提供报验、查验等一站式操作支持，助力客户实现高效通关与合规运营。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

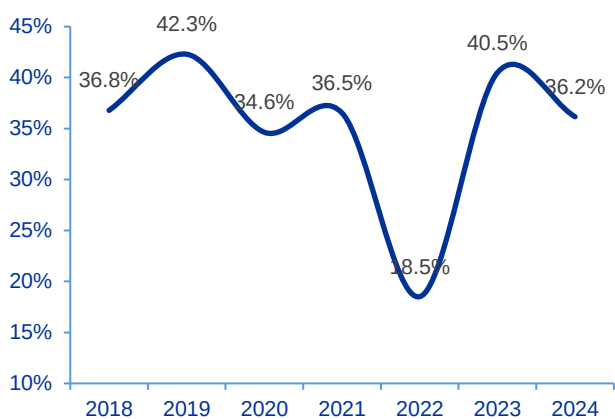
地面综合服务业务效益持续稳固。公司不断巩固与存量客户的合作，同时积极引入新客户，大力开发货运包机地面操作业务，持续开拓国际进港卡班业务，深化一站式空服中心项目组品牌建设。地面综合服务业务营收较为平稳，2018-2024 年营业收入复合增速为 1.8%，毛利率正常波动范围为 34-42%。2024 年实现板块收入 25.31 亿元，同比增长 6.9%；毛利率 36.2%，维持相对高位水平。

图 22：地面综合服务业务营业收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

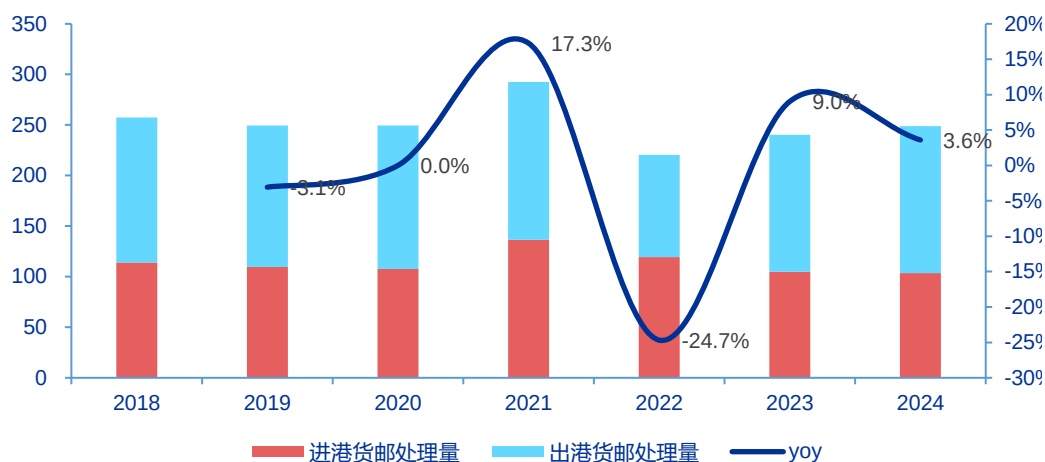
图 23：地面综合服务业务毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司积极开展虹浦两场货物驳运业务，有效发挥上海两场航线网络协同优势，进一步完善上海航空物流枢纽能级。2018-2024 年公司进出港货邮处理量较为平稳，出港货邮处理量大于进港货邮处理量，2024 年货邮处理量同比增长 3.60%。公司在上海两场的货邮处理量为 217.7 万吨，在上海两场的市场占有率为 51.9%。

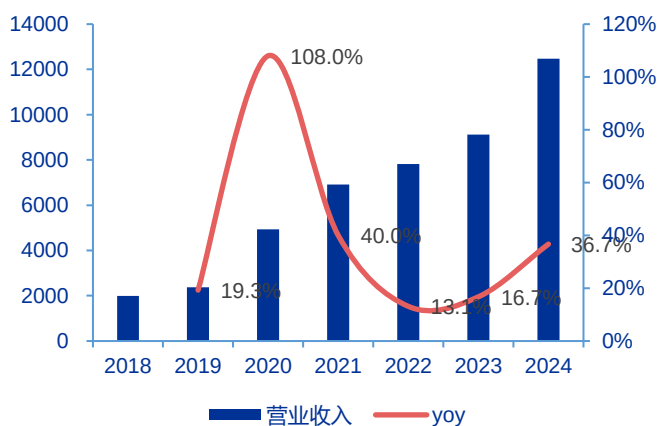
图 24：公司进出港货邮处理量及总体增速（万吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 综合物流解决方案：转型业务快速增长，收入显著提升

公司综合物流解决方案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四方面服务业务。综合物流解决方案业务持续快速增长，2018-2024 年营业收入复合增速为 35.8%。毛利率波动中提升，由 2018 年的 11.3% 提升至 2024 年的 15.9%，源于公司内部的降本增效，也得益于跨境电商的爆发、冷链物流的发展以及全球经济需求缓慢复苏。2024 年实现营业务收入 124.76 亿元，同比增长 36.72%；毛利率 15.89%，同比上升 2.37 个百分点。

图 25：综合物流解决方案业务营业收入及增速（百万
元）

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：综合物流解决方案业务毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司构建端到端综合物流能力，贯通全链条服务。国内依托自主地面运输网络与前置仓，实现上门提货与区域集散，经卡车接驳至核心货站，完成标准化操作；国际通过布局海外核心供应商，协同清关与配送，确保货物交付。

借助智能业务中台集成系统，实现全流程数据实时监控与智能调度，提升供应链透明度与响应效率。依托覆盖欧亚美的航空运输网络，结合客货机运力，为跨境电商、生鲜冷链等客户提供定制化“门到门”服务，降低货损与运输时效，增强全球物流竞争力。

图 27：公司综合物流解决方案：端到端能力构建



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司持续深耕跨境电商物流解决方案业务，集中优势资源服务头部跨境电商平台客户，积极响应上海市跨境电商发展战略，试点跨境电商带电货物运输；推出中国高端制造出海全流程物流解决方案，服务国内一系列知名品牌客户；设立东航冷链，大力发展航空冷链业务，生鲜冷链业务优势不断巩固，医药冷链业务快速上量。

表 7：公司综合物流解决方案核心业务

方案类型	业务内容
跨境电商解决方案	充分发挥浦东机场口岸和干线资源优势，深度融入国家政策导向，全面提升全链条服务水平和国际竞争力。通过强化核心节点掌控力，持续优化服务流程与运营效率，为客户打造了具有显著市场竞争力的跨境物流产品体系，助力中国品牌全球化布局。
产地直达解决方案	公司主要以三文鱼、龙虾等高频消费产品为切入点，打通直销渠道，并逐步叠加其他高附加值产品和口岸增值服务，包括海外机场和口岸代操作服务、生鲜暂存暂养及分包分割等专业化服务。
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，并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

主要面向高科技、生物医药、航空器材等行业客户，以客户需求为导向，提供高度定制化的物流解决方案。公司推动数字化转型，实现降本增效与服务质量双提升。在此基础上，提供可视化的“一站式”物流服务，助力客户优化供应链管理、提升运营效率。

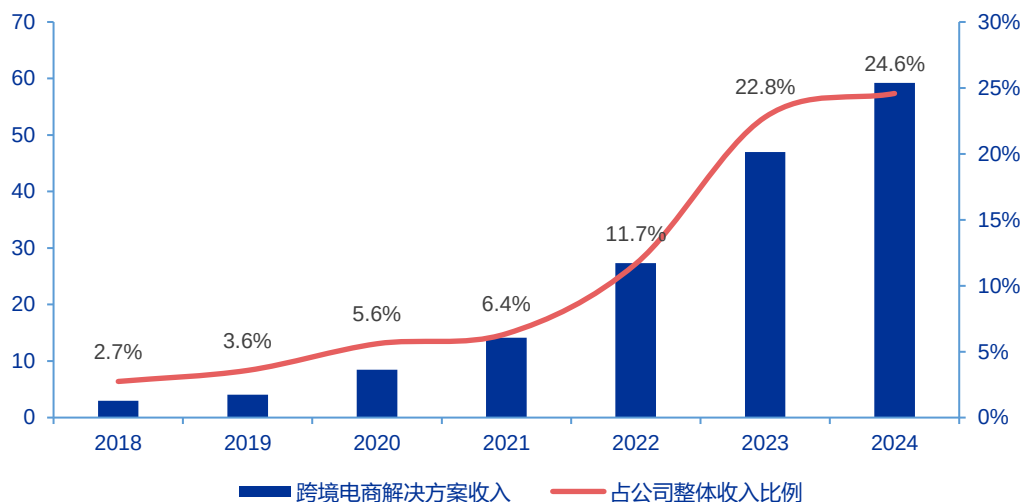
资料来源：公司公告，申万宏源研究

跨境电商解决方案：

近年来，我国跨境电商迅猛发展，已成为重要的外贸业态和模式，为航空物流需求增长注入了强大动力。公司持续加大跨境电商解决方案业务投入，不断丰富航线网络、扩大包机业务、加强华南及海外市场布局，提升跨境履约能力和物流效率，强化与跨境电商平台的合作，持续为中国优质产品和品牌走向国际市场提供专业跨境物流保障。

公司跨境电商业务收入逐年提升，2018-2024 年营收 CAGR 增速达到 64.6%。2024 年该业务贡献收入 59.2 亿元，占总营业收入比例 24.6%。跨境电商业务是公司近年来收入增长的主要来源之一。

图 28：公司跨境电商解决方案业务收入情况（亿元）



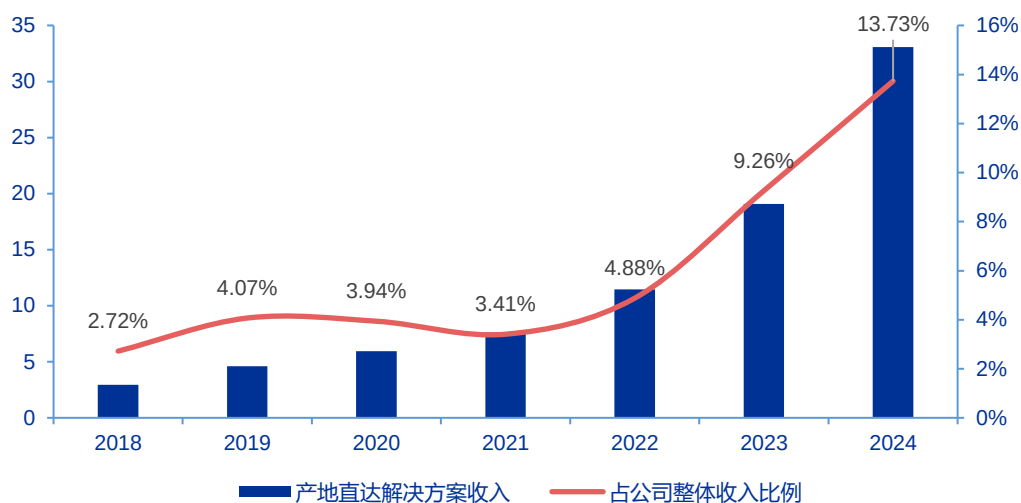
资料来源：公司公告，申万宏源研究

产地直达解决方案：

公司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，在上海、宁波、杭州、青岛、北京、鄂州、成都、合肥等口岸提供生鲜进口空运服务，通过冷链卡车进行地面分拨，服务覆盖 200 余家客户。2024 年，公司共完成生鲜包机 1865 班，生鲜包船 37 艘次，累计进口生鲜货物约 3.2 万吨，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。

产地直达解决方案自 2018 年以来营收逐年增长，2018-2024 年营业收入复合增速达到 49.5%，增速仅次于跨境电商业务。2024 年该业务收入贡献 33.07 亿元，同比增长 73.3%，占公司总营收 13.7%。产地直达解决方案也是公司近年来营收增长的主要来源之一。

图 29：公司跨产地直达解决方案收入情况（亿元）

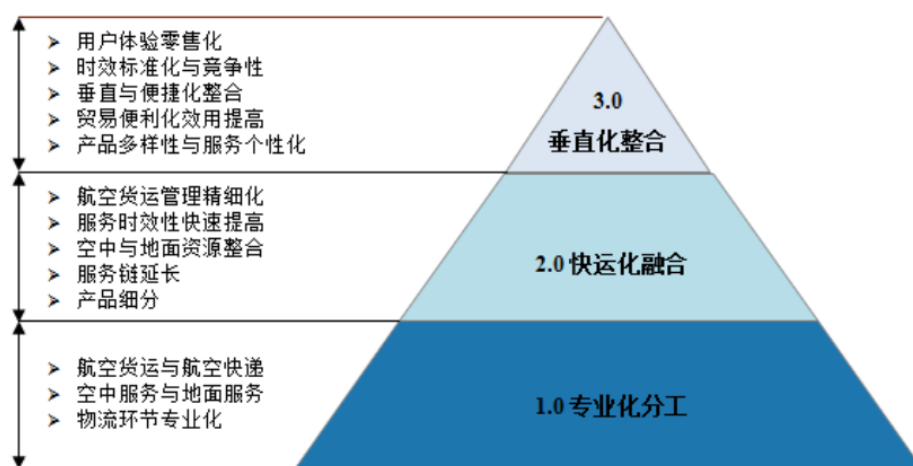


资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 航空物流市场持续增长，短期受到贸易政策扰动影响

我国航空物流行业的发展经历了三个阶段。第一阶段是以“专业化分工”为主导的发展过程，此阶段以 2002 年东航集团、中航集团和南航集团三大航空集团重组为起点，航空公司推进“客货并举”的战略，开展航空货运与航空快递服务；第二阶段是 2007 年开始的航空快递与航空货运的竞争加速，航空货运实施“快运化融合”的战略，管理更精细化、关注服务时效性与地空资源整合的服务链延伸。第三阶段以跨境电商开始发展的 2012 年为起点，关注用户体验零售化、时效标准化与竞争性、便捷化与贸易便利化等关键成功因素。该阶段以“垂直化整合”为关键特征，要求传统航空物流服务商加速转型，由重点关注商流与物流管理向关注资金流与信息流重要性转变，转向“快供给、链集成与专业化”的方向发展。

图 30：我国航空物流发展阶段



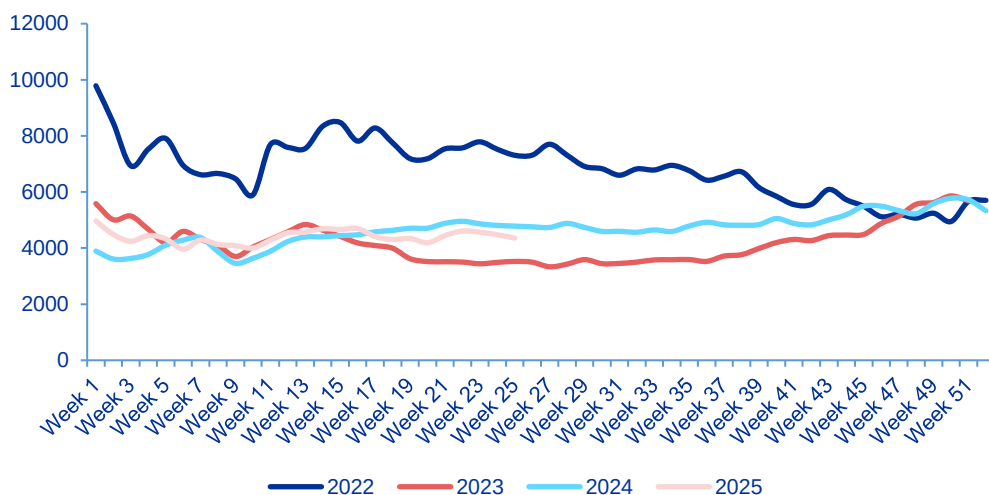
资料来源：《中国民用航空》、公司招股说明书，申万宏源研究

2024 年得益于跨境电商的蓬勃发展，全球航空货运需求显著增长。国际航空运输协会数据显示，2024 年全球航空货运需求同比增长 11.3%，其中国际航空货运需求同比增长 12.2%。中国民航局数据显示，2024 年我国航空货运生产规模持续创新高，货邮运输量同比增长 22.1%，其中国际航线货邮运输量同比增长 29.3%；货邮周转量同比增长 24.8%，其中国际航线货邮周转量同比增长 27.4%。

复杂多变的全球经贸形势使航空物流发展面临挑战。尽管航空货运需求取得显著增长，但随着美国频繁调整关税政策和小额包裹免税政策，复杂多变的全球经贸形势给国际航空物流行业的发展增加了不确定性，对收入、成本都会带来较大影响。

根据 TAC Index 发布的数据，2025 年 4 月下旬以来上海浦东出口货运指数同比下降，反映出跨境电商需求疲软。复杂多变的全球经贸形势将使航空物流发展面临挑战和不确定性，对公司尤其北美航线的收入产生较大影响。

图 31：上海浦东出口航空货运指数

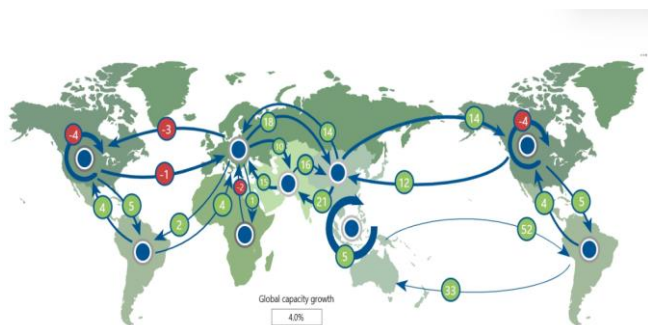


资料来源：TAC Index，申万宏源研究

3.2 行业供给：货机规模预计保持小幅稳定扩张

预计全球货机规模将保持小幅稳定增长。受亚太主要贸易通道的推动，2024 年全球航空货运供给同比增长 4.0%；其中亚太地区对北美的出口运力增长 14.2%；亚太地区对欧洲的出口运力增长 13.6%；亚太内运力供给增长 4.9%。根据波音预测，全球部分高龄货机存在更新换代的需求，预计未来货机机队规模将保持小幅稳定的增长趋势，其中宽体重型货机将净增加 290 架，在 2033 年达到 940 架，年复合增长率为 3.8%。

图 32：2024 年全球航空货运运力变化 (%)



资料来源：seabury、公司公告，申万宏源研究

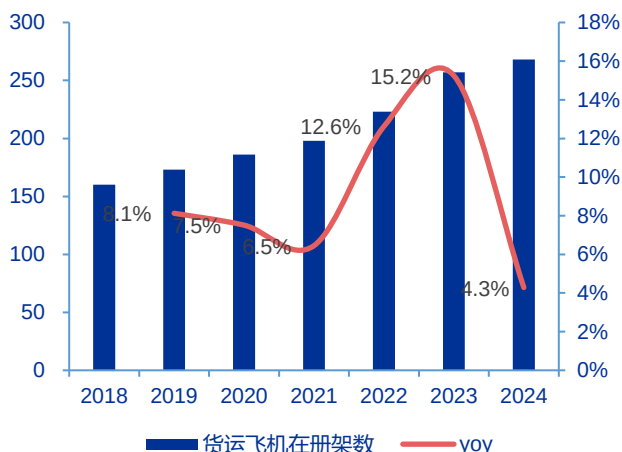
图 33：全球航空货运机队规模预测 (%)



资料来源：波音、公司公告，申万宏源研究

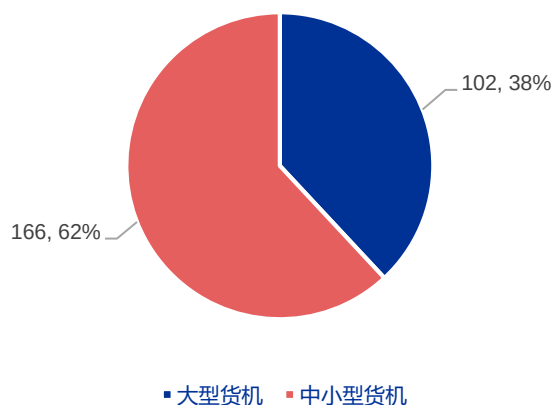
截至 2024 年,中国货运飞机在册架数为 268 架,2018-2024 年复合增速为 9.0%,2024 年同比 2023 年增长 4.3%,当前受到航空供应链等因素影响,未来货运飞机增速预计放缓。2024 年,中国货运飞机的大型货机架数为 102 架,中小型货机架数为 166 架,占比分别为 38%和 62%。

图 34：中国货运飞机在册架数及增速 (架)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 35：2024 年中国货运飞机分类及占比 (架)

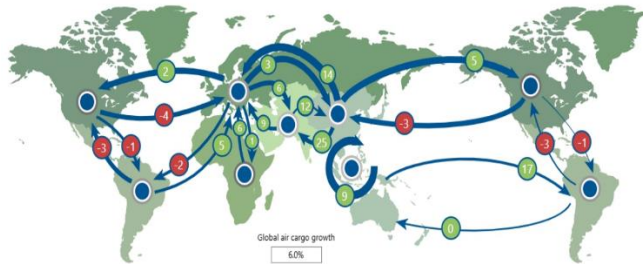


资料来源：中国民航局，申万宏源研究

3.3 行业需求：货量保持增长，短期受贸易政策扰动

2024 年,全球航空货运需求同比增长 6.0%;其中亚太地区对北美的出口需求增长 5.1%,亚太地区对欧洲的出口需求增长 13.7%,亚太地区内需求增长 8.6%。全球航空货运市场需求自 2023 年 8 月至 2025 年 1 月连续 18 个月实现正增长,2024 年度货邮周转量增长 11.3%;2025 年 2 月以来,受美国新政府贸易政策影响,全球贸易紧张局势加剧,2025 年 2 月需求下滑 0.2%。

图 36：2024 年全球航空货运需求变化 (%)



资料来源：seabury、公司公告，申万宏源研究

图 37：全球航空货运市场需求情况(CTK)



资料来源：IATA、公司公告，申万宏源研究

在海运受限叠加跨境电商放量增长的推动下，2024 年全球航空货运市场呈现“量价齐升”态势。国际航空运输协会（IATA）数据显示，2024 年全球航空货运需求持续增长，主要贸易航线均实现增长。按照货运吨公里（CTKs）口径的全球航空货运需求同比 2023 年增长 11.3%，创下历史新高，增速高于按照可供货运吨公里（ATKs）口径的全球航空货运供给增速 7.4%。

IATA 预测 2025 年全球航空货运增长将显著放缓，同比增速为 0.7%。根据 IATA 在 2025 年 6 月份报告中的预测，2025 年全球航空货运增长将显著放缓，同比增速为 0.7%。关税将削弱贸易活动，而更关键的是，美国取消“最低免税额度”政策（原允许价值低于 800 美元的包裹免海关手续入境）也会产生影响。此外，相对竞争力同样重要，海运运价的下跌使得航空货运的吸引力相比之下有所下降。

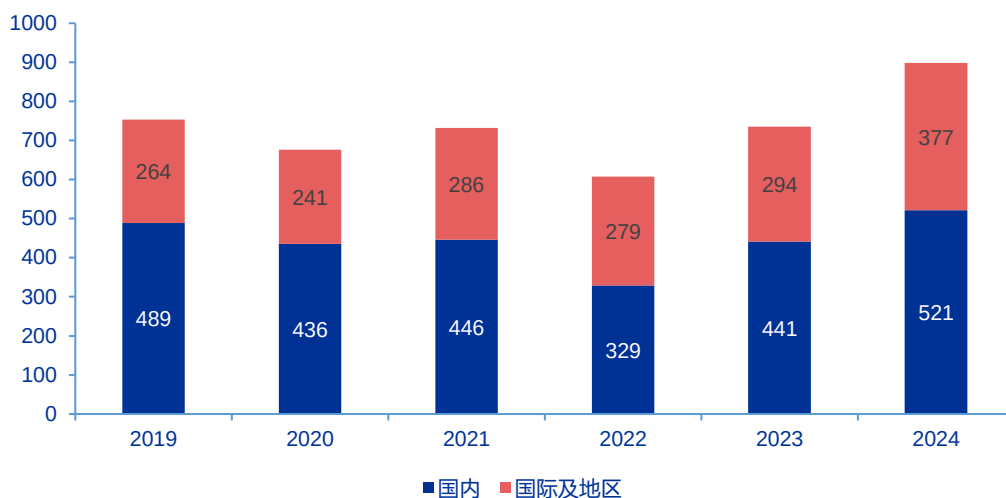
表 8：2024 年全球航空货运市场各区域增长情况

区域	2024 年与 2023 年相比		
	货邮周转量	可供货邮吨公里	载运率
非洲	8.5%	13.6%	-2.0%
亚太	14.5%	11.3%	1.3%
欧洲	11.2%	7.8%	1.6%
拉美	12.6%	7.9%	1.5%
中东	13.0%	5.5%	3.1%
北美	6.6%	3.4%	1.2%
合计	11.3%	7.4%	1.6%

资料来源：IATA，申万宏源研究

2024 年，中国民航全行业共完成货邮运输量 898.2 万吨，同比增长 22.1%，较 2019 年增长 19.3%；其中国际及地区航线完成 377.0 万吨，同比增长 28.2%，较 2019 年大幅增长 42.7%。

图 38：中国民航货邮运输量（万吨）



资料来源：中国民航局，申万宏源研究

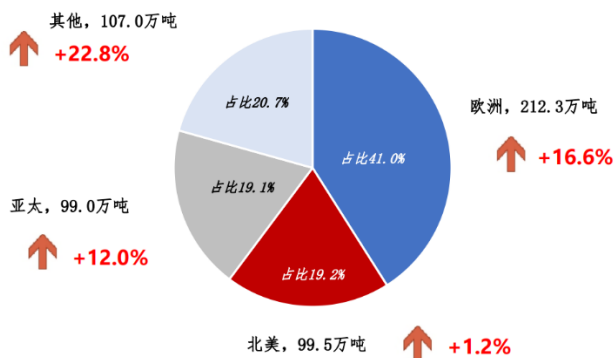
中国航空物流市场继续增长。根据 Seabury 数据显示，2024 年，中国空运出口货量为 517.9 万吨，同比增长 13.5%；其中机器设备零部件、高科技产品、工业原材料同比增长 16.2%、1.2%、20.2%；在跨境电商中占据主要品类的消费品及服饰等分别上升 17.0%、18.5%。区域分布方面，欧洲、北美、亚太三大区域占比近 80%，其中欧洲出口货量同比上升 16.6%，中东/拉美/非洲等其他新兴市场同比上升 22.8%。

图 39：2024 年我国空运出口品类结构



资料来源：seabury、公司公告，申万宏源研究

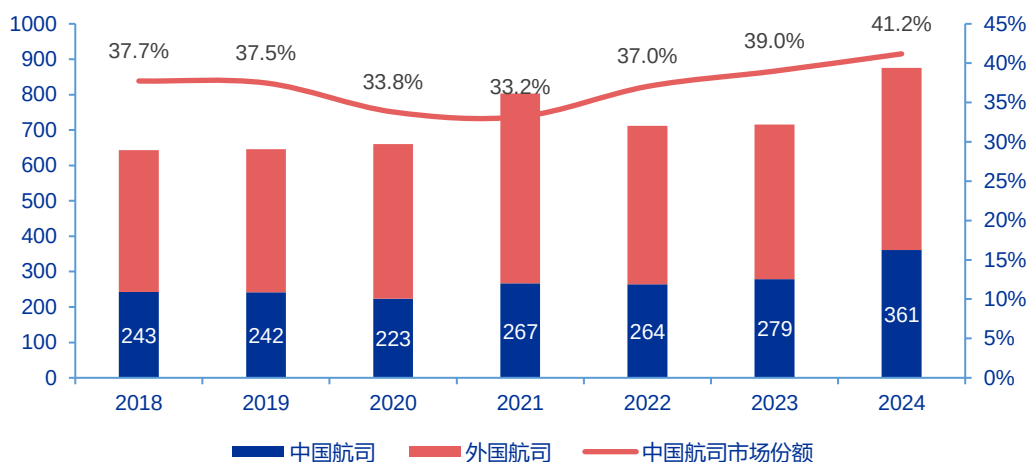
图 40：2024 年我国空运出口区域结构



资料来源：seabury、公司公告，申万宏源研究

近年来中国航司承运国际货运运输量的份额不断提升。从中外航司市场份额来看，随着中国品牌商和制造企业加快“走出去”步伐以及中国跨境电商平台崛起，中国航司不断加强与中国企业协同出海，为中国企业提供国际航空物流服务。中国民航局数据显示，中国航司在中国国际航空物流市场中的份额在经历疫情期间的下滑后迅速回升，2024 年我国国际航线机场货邮吞吐量 875.6 万吨，其中中国航司承运国际货邮运输量达到 360.6 万吨，市场份额创新高达到 41.2%。

图 41：中国航司承运国际航线货邮情况（万吨）

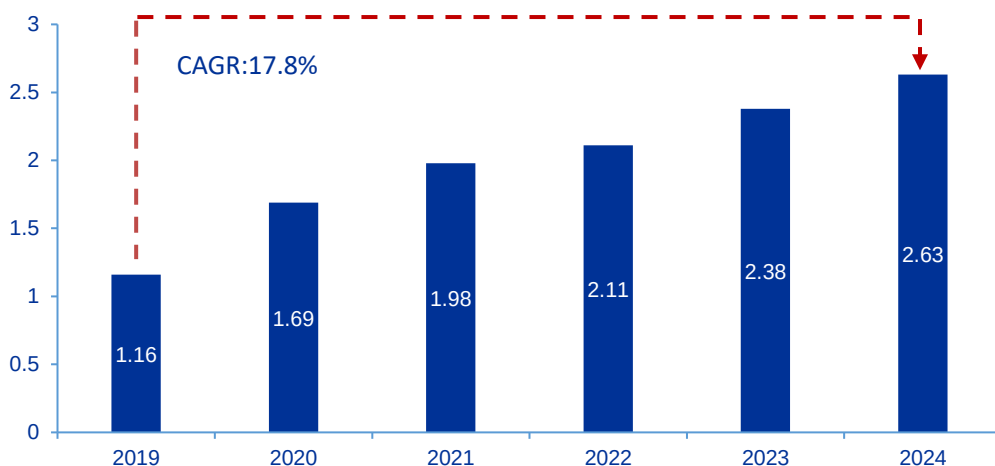


资料来源：中国民航局，申万宏源研究

政策和市场红利释放驱动跨境电商持续增长，短期关税等政策的调整预计对行业造成扰动。近年来，全球电商渗透率持续提升，市场规模稳健增长。根据市场研究机构 eMarketer 数据，2014-2023 年全球电商销售额从 1.1 万亿美元增长至 5.8 万亿美元，电商渗透率从 5.5% 增长至 19.4%；预计到 2027 年，全球电商销售额将以 7.8% 的复合增长率持续攀升至 8 万亿美元。2024 年，中国自主品牌出口创历史新高，跨境电商等新型贸易业态蓬勃发展。海关总署数据显示，2024 年中国跨境电商进出口总额达到 2.63 万亿元人民币，同比增长 10.5%，超同期我国外贸整体增速 1 倍以上，2019 年至 2024 年跨境电商进出口总额复合增长率达到 17.8%，跨境电商在“卖全球”方面潜力进一步释放，同时在“买全球”方面的优势也在持续发挥。

然而，2025 年以来，美国频繁调整关税政策和小额包裹免税政策，对依赖航空货运的跨境电商直邮模式将造成冲击，将对航空货运需求产生负面影响。

图 42：跨境电商进出口总额（万亿元人民币）

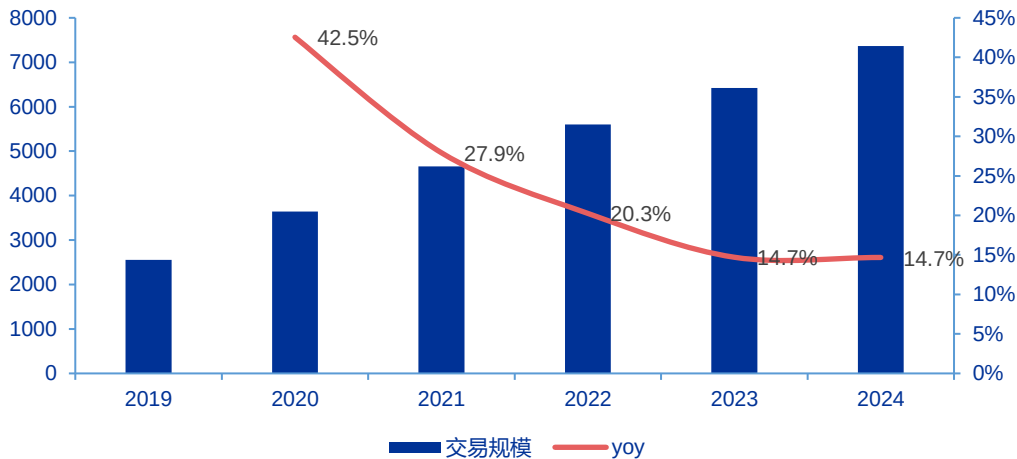


资料来源：海关总署，申万宏源研究

冷链物流迈入高质量发展新阶段。随着我国产业加快迈向全球价值链中高端，现代农业、食品工业、医药产业、服务业全面升级，对高品质、精细化、个性化的冷链物流需求日益增长。居民消费结构不断升级，超大规模市场潜力将加速释放，为冷链物流提高供给水平、适配新型消费、加快规模扩张奠定坚实基础，创造广阔空间。

2024 年，国内航空物流企业继续深化生鲜和医药冷链物流布局。南航物流推出了“南航特运”“南航飞递”等水果运输方案，开通了温控医药绿色通道；顺丰扩大了医药温控服务网络覆盖面，并与佳农集团合作，共建了东南亚进口水果贸易仓库。2024 年 4 月，东航物流整合内部冷链物流资源，成立了民航领域首家冷链公司，整合冷链业务资源进行专业化运营。根据网经社相关数据，中国生鲜电商交易规模持续增长，2024 年达到 7367.9 亿元，同比增长 14.7%，近年增速逐步趋缓。

图 43：中国生鲜电商市场交易规模（亿元）



资料来源：网经社，申万宏源研究

4. 投资分析意见

4.1 关键假设

1) 航空速运业务——货机机队增长将带来货运量增长，核心资产具备较好发展预期

公司拥有强壁垒的全货机重点国际航线、广覆盖的客机腹舱全球航网资源，运力的战略扩张将为公司带来更多的运量增长。我们预测公司货机的引进节奏到 2025-2027 年年末分别为 18/20/22 架，预计 2025-2027 年年内可利用飞机架数分别为 15/18/20 架，同比增速为 7%/20%/11%。预测货邮运输总周转量 2025-2027 年分别为 82/91/97 亿吨公里，同比增速为 3%/11%/6%，预测货邮运输量 2025-2027 年分别为 165/185/194 万吨，同比增速为 6%/12%/5%。

2) 地面综合服务业务——占据核心枢纽货站资源，保持稳定增长

公司在核心枢纽机场的 17 个自营货站资源，上海虹浦两场市场份额达 51.9%，实现了对关键资源的卡位，未来随着各机场货邮吞吐量的增长，也将带动公司地面综合服务业务

货邮处理量的提升。我们预计公司 2025-2027 年的地面综合服务业务的货邮处理量分别为 261/274/288 万吨，同比增速均为 5%。

3) 综合物流解决方案业务——转型业务快速发展，未来具备业绩弹性

近年来，我国跨境电商迅猛发展，已成为重要的外贸业态和模式，为航空物流需求增长注入了强大动力，公司也受益于跨境电商景气度提升，同时公司致力拓展产地直达业务，收入不断增长。我们预测公司 2025-2027 年综合物流解决方案的跨境电商货量分别为 17/18/18 万吨，同比增速均为 4%，预测 2025-2027 年生鲜产品进口量分别为 4/5/6 万吨，同比增速为 30%/20%/20%。

表 9：东航物流各业务板块关键假设数据

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
航空速运业务收入						
可利用货运飞机架数 (架)	12	14	14	15	18	20
YoY		24%	-3%	7%	20%	11%
货邮运输总周转量 (亿吨公里)	57	68	79	82	91	97
YoY		19%	16%	3%	11%	6%
货邮运输量 (万吨)	114	145	156	165	185	194
YoY		26%	8%	6%	12%	5%
地面综合服务业务收入						
货邮处理量 (万吨)	220	240	249	261	274	288
YoY		9%	4%	5%	5%	5%
综合物流解决方案收入						
跨境电商货量 (万吨)	6	11	16	17	18	18
YoY		84%	47%	4%	4%	4%
生鲜产品进口量 (万吨)	1	2	3	4	5	6
YoY		106%	48%	30%	20%	20%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 盈利预测与估值

结合关键假设，我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 245.44/274.69/300.50 亿元，同比增速为 2%/12%/9%。成本端方面，我们预测公司 2025-2027 年营业成本分别为 205.29/225.33/243.14 亿元，同比增速为 6%/10%/8%。

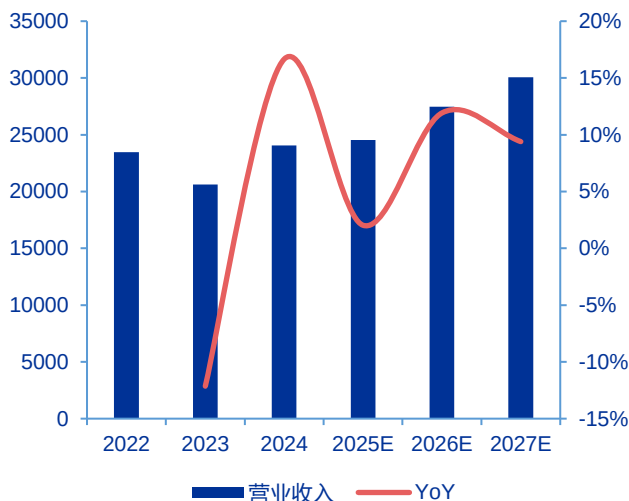
表 10：东航物流各业务板块盈利预测 (百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
航空速运业务						
营业收入	13284	9117	9035	9704	11113	11983
YoY		-31%	-1%	7%	15%	8%
营业成本	8637	6876	7270	7814	8846	9777
毛利						

毛利率 (%)	35%	25%	20%	19%	20%	18%
地面综合服务						
营业收入	2354	2367	2531	2613	2744	2881
YoY		1%	7%	3%	5%	5%
营业成本	1918	1409	1616	1694	1776	1863
毛利	436	958	915	919	968	1018
毛利率 (%)	19%	40%	36%	35%	35%	35%
综合物流解决方案						
营业收入	7816	9125	12476	12217	13602	15176
YoY		17%	37%	-2%	11%	12%
营业成本	6405	7891	10493	11017	11907	12670
毛利	1411	1234	1983	1200	1695	2506
毛利率 (%)	18%	14%	16%	10%	12%	17%
合计						
营业收入	23470	20621	24056	24544	27469	30050
YoY		-12%	17%	2%	12%	9%
营业成本	16964	16179	19382	20529	22533	24314
YoY		-5%	20%	6%	10%	8%
毛利	6506	4442	4674	4015	4936	5736
YoY		-32%	5%	-14%	23%	16%
毛利率	27.72%	21.54%	19.43%	16.36%	17.97%	19.09%
归母净利润	3637	2488	2688	2120	2687	3175
YoY		-32%	8%	-21%	27%	18%

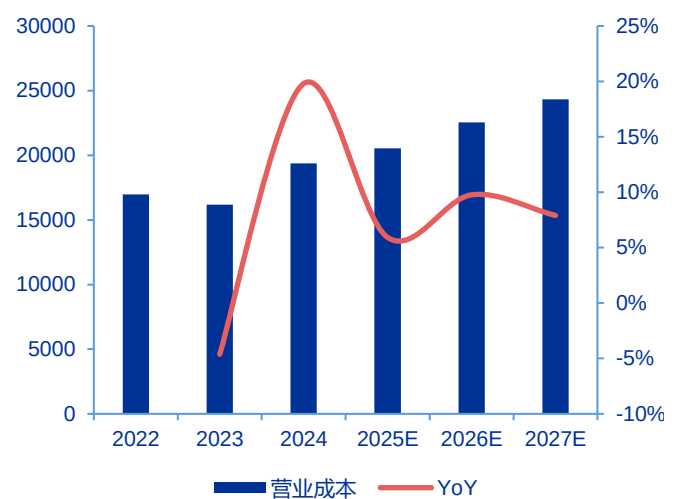
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 44：东航物流营业收入预测（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 45：东航物流营业成本预测（百万元）



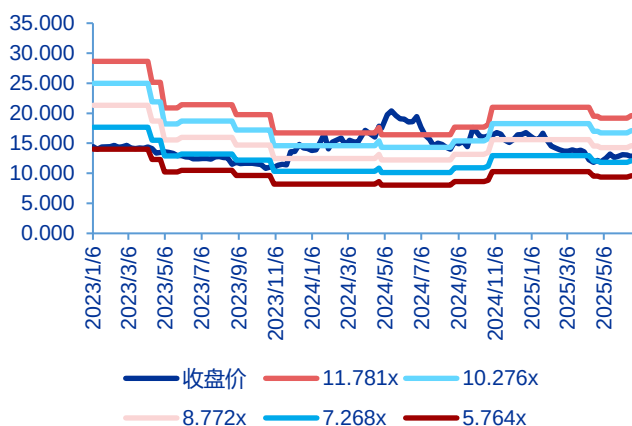
资料来源：公司公告，申万宏源研究

根据核心假设，我们预测东航物流 2025-2027 年归母净利润分别为 21.20/26.87/31.75 亿元，2025 至 2027 年对应 PE 分别为 9.9x/7.8x/6.6x，假设按照分红率 40% 计算，2025-2027 年股息率分别为 .%/./.%。我们选取从事国际货代业务、跨境电商物流以及综合物

流服务业务为主要业务的上市公司中国外运和华贸物流作为可比公司，按照当前最新市值测算，行业可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 10.4x/9.7x/9.0x，2025-2027 年公司 PE 均低于可比公司均值，具备估值优势。

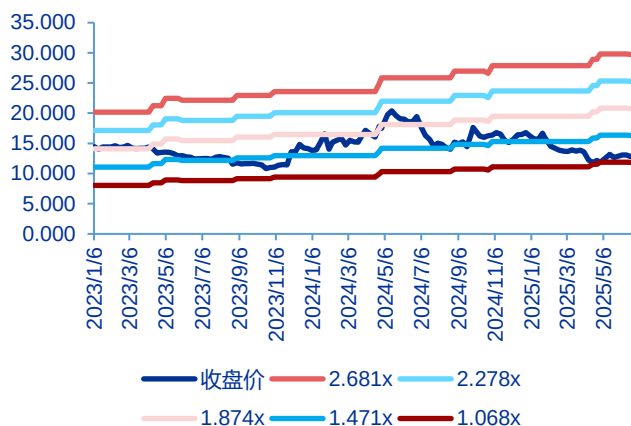
公司全货机和货站资产具备资源禀赋优势，未来随着公司全货机运力规模的战略扩容，洲际货运网络的覆盖能力将持续提升，公司洲际货运业务的货源结构与货量规模有望实现双重优化，综合物流解决方案业务短期受到国际贸易政策对跨境电商需求的扰动，未来预计逐步恢复增长并释放业绩弹性。考虑 2025 年公司业务受国际贸易政策扰动，我们以 2026 年盈利预测为估值基础，公司目前与行业均值相比具备 24% 的向上空间，考虑公司航空物流资产稀缺性、运力扩张确定性及业务修复预期，估值具备向行业中枢修复的动力。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

图 46：东航物流 P/E BAND



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 47：东航物流 P/B BAND



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 11：重要可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/6/27		预测 EPS				PE		
		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601598.SH	中国外运	5.00	336.45	0.54	0.55	0.58	0.61	9.17	8.63	8.17
603128.SH	华贸物流	6.23	81.55	0.41	0.40	0.45	0.49	15.40	13.98	12.60
	行业均值							10.39	9.67	9.03
601156.SH	东航物流	13.16	208.92	1.69	1.34	1.69	2.00	9.86	7.78	6.58

资料来源：Wind，申万宏源研究

5. 风险提示

宏观经济、需求增长不及预期：公司所处的航空物流行业与宏观经济增长速度呈现较强的正相关关系，同时也与下游客户所处行业及其增速、产业结构变化密切相关。在经济处于扩张时期，货物运输需求增加，运价上升，航空物流业繁荣；反之，在经济处于紧缩时期，货物运输需求减少，运价下滑，航空物流业衰弱。宏观经济的波动情况将对航空物流行业的供需及运价水平产生影响，进而影响公司未来的经营业绩。

国际贸易政策不确定风险：公司所从事航空物流服务业务的终端客户覆盖面广、承运货物品种多，且跨境物流服务收入占比较高，整体上与国际贸易政策的变化密切相关。若中美贸易摩擦加剧，美国关税政策对跨境电商出口将造成压力。叠加全球贸易环境复杂性、严峻性、不确定性的进一步上升，如各国采取或调整进出口关税措施、进出口限制措施等贸易保护手段，则会影响贸易格局、贸易方式、贸易总量，会通过客户的运输需求传导间接影响公司经营业绩。

航空油价、汇率向不利方向变化：航油成本是公司重要的成本支出项之一，航油价格波动将影响公司利润水平。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，购置飞机、航材等的采购成本也会受到汇率波动的影响。油价、汇率向不利方向变化将会影响公司当期利润。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,621	24,056	24,544	27,469	30,050
营业收入	20,621	24,056	24,544	27,469	30,050
营业总成本	17,117	20,349	21,430	23,526	25,392
营业成本	16,180	19,382	20,529	22,533	24,314
税金及附加	44	51	52	58	64
销售费用	202	237	242	271	296
管理费用	333	338	491	549	601
研发费用	30	52	53	59	64
财务费用	329	289	63	55	52
其他收益	249	174	0	0	0
投资收益	1	-9	-9	-9	-9
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0
信用减值损失	1	0	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0	0
资产处置收益	-6	56	0	0	0
营业利润	3,749	3,929	3,106	3,934	4,650
营业外收支	6	8	0	0	0
利润总额	3,754	3,936	3,106	3,934	4,650
所得税	902	872	688	871	1,029
净利润	2,853	3,064	2,417	3,063	3,620
少数股东损益	364	376	297	376	445
归母净利润	2,488	2,688	2,120	2,687	3,175

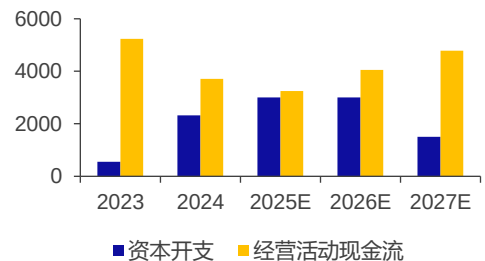
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,853	3,064	2,417	3,063	3,620
加：折旧摊销减值	492	529	859	1,159	1,309
财务费用	444	405	63	55	52
非经营损失	-98	-26	9	9	9
营运资本变动	475	-1,214	-103	-230	-200
其它	1,070	955	0	0	0
经营活动现金流	5,238	3,714	3,245	4,056	4,790
资本开支	550	2,323	3,000	3,000	1,500
其它投资现金流	-31	-357	-9	-9	-9
投资活动现金流	-581	-2,681	-3,009	-3,009	-1,509
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	-568	0	41	111	109
支付股利、利息	570	644	63	55	52
其它融资现金流	-3,760	-2,780	0	0	0
融资活动现金流	-4,898	-3,425	-22	56	57
净现金流	-273	-2,479	215	1,103	3,338

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,583	9,755	10,073	11,406	14,944
现金及等价物	9,243	6,753	6,967	8,070	11,409
应收款项	2,173	2,695	2,776	3,010	3,215
存货净额	34	25	47	43	38
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	133	283	283	283	283
长期投资	63	412	412	412	412
固定资产	3,665	8,760	10,901	12,742	12,933
无形资产及其他资产	13,437	7,343	7,343	7,343	7,343
资产总计	28,748	26,271	28,729	31,903	35,633
流动负债	5,571	3,290	3,331	3,442	3,551
短期借款	2,341	671	712	823	932
应付款项	2,608	1,794	1,794	1,794	1,794
其它流动负债	622	825	825	825	825
非流动负债	6,197	3,595	3,595	3,595	3,595
负债合计	11,769	6,886	6,926	7,037	7,146
股本	1,588	1,588	1,588	1,588	1,588
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	3,663	3,663	3,663	3,663	3,663
其他综合收益	-108	-121	-121	-121	-121
盈余公积	582	664	728	809	906
未分配利润	9,729	11,717	13,773	16,379	19,458
少数股东权益	1,526	1,875	2,172	2,548	2,993
股东权益	16,980	19,386	21,803	24,866	28,486
负债和股东权益合计	28,748	26,271	28,729	31,903	35,633

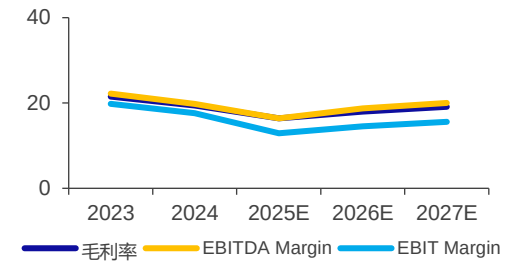
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

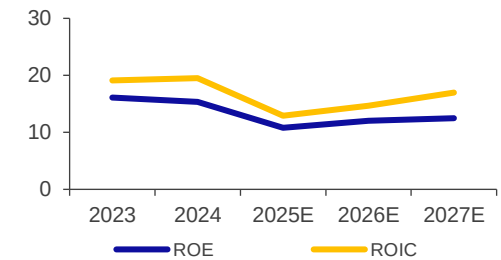
报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	1.57	1.69	1.34	1.69	2.00
每股经营现金流	3.30	2.34	2.04	2.55	3.02
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	9.73	11.03	12.37	14.06	16.06
关键运营指标(%)					
ROIC	19.1	19.5	12.9	14.7	17.0
ROE	16.1	15.3	10.8	12.0	12.5
毛利率	21.5	19.4	16.4	18.0	19.1
EBITDA Margin	22.2	19.8	16.4	18.7	20.0
EBIT Margin	19.8	17.6	12.9	14.5	15.6
营业总收入同比增长	-12.1	16.7	2.0	11.9	9.4
归母净利润同比增长	-31.6	8.0	-21.1	26.7	18.2
资产负债率	40.9	26.2	24.1	22.1	20.1
净资产周转率	1.33	1.37	1.25	1.23	1.18
总资产周转率	0.72	0.92	0.85	0.86	0.84
有效税率	24.0	22.1	22.1	22.1	22.1
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	8.4	7.8	9.9	7.8	6.6
P/B	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/Sale	1.5	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	6.8	5.7	6.8	5.4	4.7
股本	1,588	1,588	1,588	1,588	1,588

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

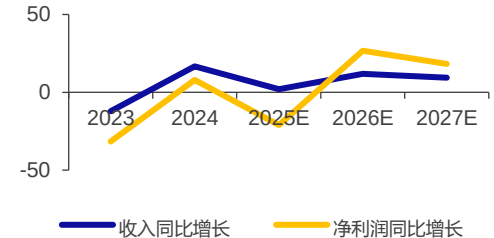
经营利润率(%)



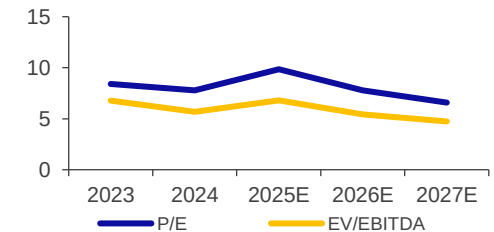
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。