

Q2 盈利受关税扰动影响可控，机队规模重归增长

2025 年 08 月 31 日

► **2025 年 8 月 29 日公司发布 2025 年中报。**2025H1 公司营业收入 113 亿元，同比基本持平；归母净利 12.9 亿元，同比+0.9%；扣非归母净利 11.6 亿元，同比-3.4%。25Q2 公司营业收入 57.6 亿元，同比-5.0%；归母净利 7.4 亿元，同比+8.0%；扣非归母净利 6.6 亿元，同比-1.9%。

► **25Q2 公司归母净利增长受益财务费用压降和补贴收益，新投地面货站收入爬坡。**25Q2 公司利润和扣非利润同比表现分化，我们认为差异主要体现在 1) 财务费用压降：2024 年公司提前偿还部分美元租赁负债，债务成本下降；2) 二季度收到补贴。剔除非经常性科目，公司 25Q2 盈利同比小幅下降，我们认为与公司新投地面货站收入爬坡、综合物流解决方案受关税影响收入体量下降有关。

► **25H1 中货航营收和利润同比表现稳健，25Q2 关税扰动对公司经营影响整体可控。**2025 年年初至今亚太至欧洲、北美空运运价延续高位，tac 显示 2025 年 1-8 月上海浦东出口空运指数均值同比持平，1-7 月亚太至北美/欧洲路向运价同比+3.3%/-1.3%。空运业务方面，中货航 25H1 营收同比+5.0%，主要由货邮周转量同比+5.6%驱动、运价同比-0.6%，燃油价格同比下降、计入部分补贴后净利润同比持平，我们认为成本端或存在扰动。25Q2 航空速运/综合物流解决方案毛利率 20.2%/15.7%，同比-2.0pcts/-0.8pct。2025 年 5 月 2 日美国终止中国输美小额包裹的免税政策，公司 25H1 承运电商货量/单量同比-30%/-21%，25Q2 关税扰动影响电商出口需求，但从经营结果来看对公司影响整体可控。

► **恢复接收新飞机，全球供给整体紧张环境下将助力公司盈利超额增长。**年初至今关税和供应链扰动使得飞机接收一度中断，6 月公司恢复接收飞机后，截至 2025 年 8 月底中货航旗下合计 18 架全货机，较 2024 年底机队规模显著提升。在全球大型宽体货机存量时期，我们认为新增飞机将助力公司盈利超额增长。

► **看好短期电商全托管模式延续，长期高端制造出海支撑空运需求。**年初至今欧美小额免税政策调整影响电商空运出口需求，但我们认为 Shein 主营的快时尚服饰品类和以 Temu 代表的工贸供应链难以快速形成海外本土供货能力，短期或仍依赖全托管模式下的空运物流履约，7 月拼多多恢复美区流量投放代表 T86 模式取消后电商平台熟悉新报关方式后仍将在北美市场持续投入。高端制造出口增长或将支撑行业运价，Seabury 数据显示 25H1 中国空运出口工业品类货量同环比均实现增长，我们看好高端制造出海对出口运价形成支撑。

► **投资建议：**“对等关税”落地以来空运市场量价逐渐修复，看好公司机队规模扩大后实现盈利超额增长，我们上调 2025-2027 年公司营收分别至 248、268、288 亿元，上调归母净利润至 28.1、30.9、34.5 亿元，对应 PE 分别 9x、8x、7x。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**油价大幅上涨、贸易摩擦和关税反复、地缘冲突升级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	24,056	24,839	26,834	28,833
增长率 (%)	16.7	3.3	8.0	7.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,688	2,812	3,090	3,449
增长率 (%)	8.0	4.6	9.9	11.6
每股收益 (元)	1.69	1.77	1.95	2.17
PE	9	9	8	7
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

15.50 元



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@glms.com.cn

分析师 张晓瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@glms.com.cn

研究助理 陈佳裕

执业证书：S0100124110008

邮箱：chenjiayu@glms.com.cn

相关研究

1.东航物流 (601156.SH) 2024 年年报点评：运价提升带动盈利同比增长，关注关税落地影响-2025/04/22

2.东航物流 (601156.SH) 深度报告：全货机供给不足，看好货运物流龙头超额成长-2025/01/25

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24,056	24,839	26,834	28,833
营业成本	19,382	19,851	21,387	22,802
营业税金及附加	51	53	57	61
销售费用	237	249	269	289
管理费用	338	395	427	459
研发费用	52	50	54	58
EBIT	4,170	4,390	4,803	5,338
财务费用	289	87	65	59
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-9	1	1	1
营业利润	3,929	4,306	4,731	5,281
营业外收支	8	4	4	4
利润总额	3,936	4,310	4,735	5,285
所得税	872	1,077	1,184	1,321
净利润	3,064	3,232	3,551	3,964
归属于母公司净利润	2,688	2,812	3,090	3,449
EBITDA	5,653	5,897	6,371	6,983

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,753	8,506	9,086	9,863
应收账款及票据	1,966	2,072	2,238	2,405
预付款项	443	316	340	363
存货	25	37	40	42
其他流动资产	569	523	543	562
流动资产合计	9,755	11,454	12,247	13,235
长期股权投资	381	381	381	381
固定资产	8,387	9,511	11,494	13,549
无形资产	355	355	355	355
非流动资产合计	16,516	17,639	19,527	21,506
资产合计	26,271	29,092	31,774	34,740
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,323	1,616	1,741	1,856
其他流动负债	1,968	2,344	2,474	2,597
流动负债合计	3,290	3,960	4,215	4,453
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	3,595	3,596	3,596	3,596
非流动负债合计	3,595	3,596	3,596	3,596
负债合计	6,886	7,555	7,810	8,048
股本	1,588	1,588	1,588	1,588
少数股东权益	1,875	2,295	2,757	3,272
股东权益合计	19,386	21,537	23,964	26,692
负债和股东权益合计	26,271	29,092	31,774	34,740

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.66	3.25	8.03	7.45
EBIT 增长率	2.13	5.28	9.39	11.16
净利润增长率	8.01	4.64	9.87	11.62
盈利能力 (%)				
毛利率	19.43	20.08	20.30	20.92
净利润率	11.17	11.32	11.51	11.96
总资产收益率 ROA	10.23	9.67	9.72	9.93
净资产收益率 ROE	15.35	14.61	14.57	14.72
偿债能力				
流动比率	2.96	2.89	2.91	2.97
速动比率	2.74	2.73	2.75	2.82
现金比率	2.05	2.15	2.16	2.22
资产负债率 (%)	26.21	25.97	24.58	23.17
经营效率				
应收账款周转天数	27.68	29.26	28.91	28.99
存货周转天数	0.54	0.55	0.64	0.64
总资产周转率	0.87	0.90	0.88	0.87
每股指标 (元)				
每股收益	1.69	1.77	1.95	2.17
每股净资产	11.03	12.12	13.36	14.75
每股经营现金流	2.34	3.55	3.36	3.65
每股股利	0.68	0.71	0.78	0.87
估值分析				
PE	9	9	8	7
PB	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.01	3.84	3.56	3.25
股息收益率 (%)	4.37	4.57	5.02	5.60

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,064	3,232	3,551	3,964
折旧和摊销	1,483	1,507	1,568	1,645
营运资金变动	-1,214	724	42	27
经营活动现金流	3,714	5,630	5,331	5,798
资本开支	-2,323	-1,545	-2,504	-2,664
投资	-358	0	0	0
投资活动现金流	-2,681	-1,672	-2,503	-2,663
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-3,425	-2,204	-2,247	-2,358
现金净流量	-2,479	1,753	580	776

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。本报告清晰准确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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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