

东航物流（601156.SH）

优于大市

三季度归母净利润同比-10%，关税扰动下经营韧性凸显

核心观点

2025年三季度公司业绩同比小幅下滑。2025年前三季度营收172.5亿元（同比-2.4%），归母净利润20.0亿元（同比-3.2%），扣非归母净利润18.5亿元（同比-4.7%）；2025年三季度单季营收59.9亿元（同比-6.2%），归母净利润7.1亿元（同比-9.8%），扣非归母净利润6.9亿元（同比-6.8%）。

受中美关税战影响，公司三季度收入同比有所下滑，但整体表现具备较强韧性。今年美国对中国加征关税以及取消小额包裹免税政策，对国际航空货运美线的需求增长造成了一定压力，从而导致美线运价表现有所承压，但是由于航空运输需求往往韧性较强，根据贸易需求结构的变化，公司也在通过调整全球的航线结构、开通中转航线、挖掘增量需求等措施来对冲负面影响。今年三季度上海浦东出口TAC运价指数同比下滑约6%，降幅可控。2025年单三季度，航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案三大业务的收入同比增速分别为+22.6%、+9.2%以及-27.9%，由于跨境电商需求受美国取消小额包裹免税政策影响更明显，因此综合物流解决方案业务的收入同比明显下滑。

三季度公司毛利率同比有所提升，期间费用和其他收益拖累导致利润承压。受益于公司改善运营效率，三季度公司综合毛利率为21.6%，同比提升1.5个百分点。公司三季度航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案三大业务的毛利同比增速分别为14.9%、22.9%以及-21.4%。公司三季度期间费用率同比提升1.6个百分点至3.75%；其他收益由去年三季度的7498万元下降至今年三季度的548万元。最终导致公司归母净利润同比下滑约10%。

中美关税政策扰动下，公司经营已属稳健，关注公司核心资源价值。今年在中美关税政策调整的冲击下，公司前三季度收入和利润同比仅是微幅下滑，已属不易。公司拥有的18架B777货机以及经营的国际航线均是核心资源，中长期来看仍有望支撑公司业绩维持可持续增长态势。

风险提示：宏观经济不及预期；市场拓展低于预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

下调盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为26.4/29.8/32.3亿元（25-26年调整幅度分别为-25%/-28%），同比分别为-1.7%/+12.7%/+8.5%。公司中长期投资价值显著，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,621	24,056	23,210	25,229	27,525
(+/-%)	-12.1%	16.7%	-3.5%	8.7%	9.1%
归母净利润(百万元)	2488	2688	2643	2979	3232
(+/-%)	-31.6%	8.0%	-1.7%	12.7%	8.5%
每股收益(元)	1.57	1.69	1.66	1.88	2.04
EBIT Margin	18.6%	16.6%	16.6%	17.3%	17.3%
净资产收益率(ROE)	16.1%	15.3%	13.6%	13.9%	13.6%
市盈率(PE)	10.2	9.5	9.6	8.6	7.9
EV/EBITDA	8.7	7.3	7.3	6.4	5.8
市净率(PB)	1.65	1.46	1.32	1.19	1.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.45元
总市值/流通市值	26115/15539百万元
52周最高价/最低价	18.02/11.61元
近3个月日均成交额	210.75百万元

市场走势



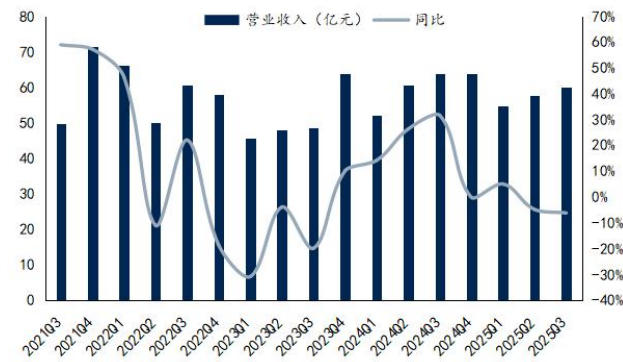
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《东航物流（601156.SH）-航空货运领军者，跨境电商注入发展新动能》——2024-11-22

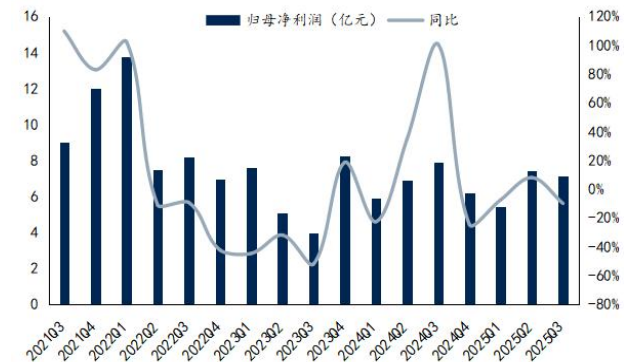
2025 年三季度公司业绩同比小幅下滑。2025 年前三季度营收 172.5 亿元（同比-2.4%），归母净利润 20.0 亿元（同比-3.2%），扣非归母净利润 18.5 亿元（同比-4.7%）；2025 年三季度单季营收 59.9 亿元（同比-6.2%），归母净利润 7.1 亿元（同比-9.8%），扣非归母净利润 6.9 亿元（同比-6.8%）。

图1：东航物流单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：东航物流单季归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

受中美关税战影响，公司三季度收入同比有所下滑，但整体表现具备较强韧性。今年美国对中国加征关税以及取消小额包裹免税政策，对国际航空货运美线的需求增长造成了一定压力，从而导致美线运价表现有所承压，但是由于航空运输需求往往韧性较强，根据贸易需求结构的变化，公司也在通过调整全球的航线结构、开通中转航线、挖掘增量需求等措施来对冲负面影响。今年三季度上海浦东出口 TAC 运价指数同比下滑约 6%，降幅可控。2025 年单三季度，航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案三大业务的收入同比增速分别为+22.6%、+9.2%以及-27.9%，由于跨境电商需求受美国取消小额包裹免税政策影响更明显，因此综合物流解决方案业务的收入同比明显下滑。

三季度公司毛利率同比有所提升，期间费用和其他收益拖累导致利润承压。受益于公司改善运营效率，三季度公司综合毛利率为 21.6%，同比提升 1.5 个百分点。公司三季度航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案三大业务的毛利同比增速分别为 14.9%、22.9%以及-21.4%。公司三季度期间费用率同比提升 1.6 个百分点至 3.75%；其他收益由去年三季度的 7498 万元下降至今年三季度的 548 万元。最终导致公司归母净利润同比下滑约 10%。

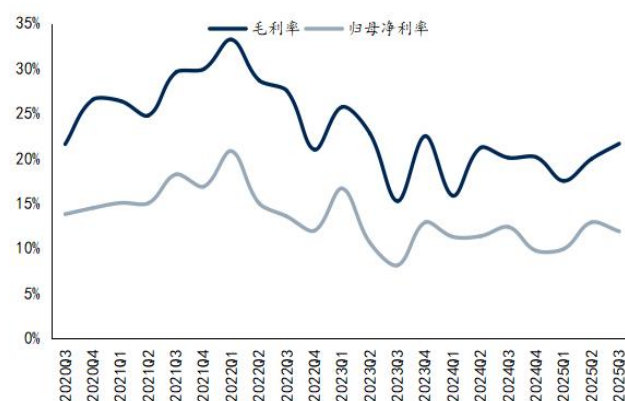
中美关税政策扰动下，公司经营已属稳健，关注公司核心资源价值。今年在中美关税政策调整的冲击下，公司前三季度收入和利润同比仅是微幅下滑，已属不易。公司拥有的 18 架 B777 货机以及经营的国际航线均是核心资源，中长期来看仍有望支撑公司业绩维持可持续增长态势。

图3：东航物流单季期间费用率

图4：东航物流单季毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 26.4/29.8/32.3 亿元（25-26 年调整幅度分别为-25%/-28%），同比分别为-1.7%/+12.7%/+8.5%。公司中长期投资价值显著，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9243	6753	11327	12043	13195	营业收入	20621	24056	23210	25229	27525
应收款项	1951	2253	2226	2419	2639	营业成本	16180	19382	18759	20212	22047
存货净额	34	25	39	42	46	营业税金及附加	44	51	46	50	55
其他流动资产	356	725	395	429	468	销售费用	202	237	232	252	275
流动资产合计	11583	9755	13987	14933	16348	管理费用	333	338	293	317	344
固定资产	3665	8760	8701	9753	10724	研发费用	30	52	35	38	41
无形资产及其他	299	355	341	328	315	财务费用	329	289	116	138	155
投资性房地产	13169	7020	7020	7020	7020	投资收益	1	(9)	3	3	3
长期股权投资	32	381	381	381	381	资产减值及公允价值变动	(0)	1	15	15	0
资产总计	28748	26271	30430	32416	34789	其他收入	214	178	79	76	73
短期借款及交易性金融负债	2341	671	631	603	614	营业利润	3749	3929	3861	4353	4723
应付款项	1818	1323	1081	1058	1152	营业外净收支	6	8	0	0	0
其他流动负债	1412	1297	1475	1588	1730	利润总额	3754	3936	3861	4353	4723
流动负债合计	5571	3290	3187	3249	3496	所得税费用	902	872	849	958	1039
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	364	376	369	416	452
其他长期负债	6197	3595	5749	5296	4843	归属于母公司净利润	2488	2688	2643	2979	3232
长期负债合计	6197	3595	5749	5296	4843	现金流量表（百万元）					
负债合计	11769	6886	8936	8545	8339	净利润	2488	2688	2643	2979	3232
少数股东权益	1526	1875	2133	2425	2741	资产减值准备	(1)	1	0	0	0
股东权益	15453	17511	19361	21446	23709	折旧摊销	425	436	888	977	1095
负债和股东权益总计	28748	26271	30430	32416	34789	公允价值变动损失	0	(1)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	329	289	116	138	155
每股收益	1.57	1.69	1.66	1.88	2.04	营运资本变动	(2113)	2274	2434	(594)	(480)
每股红利	0.36	0.41	0.50	0.56	0.61	其它	282	285	258	291	316
每股净资产	9.73	11.03	12.20	13.51	14.93	经营活动现金流	1081	5683	6208	3638	4164
ROIC	14.52%	14.95%	16%	18%	17%	资本开支	0	(5498)	(801)	(2001)	(2053)
ROE	16.10%	15.35%	14%	14%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	22%	19%	19%	20%	20%	投资活动现金流	(32)	(5847)	(801)	(2001)	(2053)
EBIT Margin	19%	17%	17%	17%	17%	权益性融资	(32)	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	18%	20%	21%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-12%	17%	-4%	9%	9%	支付股利、利息	(570)	(644)	(793)	(894)	(970)
净利润增长率	-32%	8%	-2%	13%	9%	其它融资现金流	(168)	(1038)	(40)	(28)	11
资产负债率	46%	33%	36%	34%	32%	融资活动现金流	(1340)	(2327)	(833)	(922)	(959)
股息率	2.2%	2.5%	3.1%	3.5%	3.8%	现金净变动	(290)	(2490)	4574	716	1152
P/E	10.2	9.5	9.6	8.6	7.9	货币资金的期初余额	9533	9243	6753	11327	12043
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1	货币资金的期末余额	9243	6753	11327	12043	13195
EV/EBITDA	8.7	7.3	7.3	6.4	5.8	企业自由现金流	0	322	5520	1782	2276
						权益自由现金流	0	(715)	5268	1550	2069

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032