

## 公司研究 | 点评报告 | 东航物流 (601156.SH)

# 压力测试凸显韧性，上行拐点逐步显现

### 报告要点

2025Q3, 公司营业收入为 59.9 亿元, 同比下降 6.2%; 归母净利润为 7.1 亿元, 同比下降 9.8%。受美国小包裹关税政策取消影响, 公司跨境电商货量同比下降导致营收下降。三季度需求表现平淡, TAC 均价指数同比下降约 6%, 公司持续引进货机, 并积极调优运营航线, 价跌量增下 Q3 毛利率同比提升 1.6pct 至 21.6%, 盈利能力表现稳健。不过, 三季度财务费用多增, 政府补贴回落拖累公司利润。三季度压力测试已过, 伴随中美经贸关系改善, 未来普货需求具备修复机会, 运价仍具向上弹性。

### 分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



鲁斯嘉

SAC: S0490519060002

SFC: BWN875



胡俊文

SAC: S0490524120001

东航物流 (601156.SH)

2025-11-17

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 压力测试凸显韧性，上行拐点逐步显现

### 事件描述

东航物流披露 2025 年三季报:2025 年前三季度,公司营业收入为 172.5 亿元,同比下降 2.4%;归母净利润为 20.0 亿元,同比下降 3.2%。2025Q3,公司营业收入为 59.9 亿元,同比下降 6.2%;归母净利润为 7.1 亿元,同比下降 9.8%。

### 事件评论

- **Q3 营收小幅下降,航空速运占比提升。**2025Q3,公司营业收入同比下降 6.2%至 59.9 亿元,分结构来看,航空速运/地面综合服务/综合物流解决方案营收分别为 27.9/7.0/25.0 亿元,同比分别+22.6%/+9.2%/-27.9%。受美国小包裹关税政策影响,公司跨境电商货量同比下降拖累综合物流解决方案营收,货机数量增加推动航空速运营收增长。
- **Q3 价跌量增,盈利能力表现稳健。**2025Q3,公司毛利润同比增长 1.1%至 13.0 亿元,分结构来看,航空速运/地面综合服务/综合物流解决方案毛利分别为 5.6/3.1/4.3 亿元,同比分别+14.9%/+22.9%/-21.4%。受关税冲击及小包裹政策取消影响,三季度需求表现平淡,TAC 运价指数均值同比下降约 6%,公司货机平均利用率下降约 12%。不过,三季度公司货机可用架数同比增长,并积极调优运营航线,价跌量增下 Q3 毛利率同比提升 1.6pct 至 21.6%,盈利能力表现稳健。
- **财务费用多增,政府补贴回落。**2025Q3,公司期间费用同比增长 0.9 亿元至 2.3 亿元,其中财务费用同比多增 0.4 亿元,2025 年货机引进导致租赁债务增加。2025Q3,其他收益同比下降 0.7 亿元至 0.05 亿元,主要为政府补贴同比下降。最终,公司归母净利润同比下降 9.8%。
- **压力测试验证韧性,把握底部修复机会。**4 月以来,美国关税政策变动及小包裹免税政策取消冲击空运需求,公司主动调优航线结构,提升运营效率,底部压力测试显现公司经营韧性。一方面,7 月底 TEMU 美国全托管恢复,跨境空运需求有望持续改善,支撑旺季空运价格中枢。另一方面,伴随中美经贸关系改善,未来普货需求具备修复机会,运价仍具向上弹性。同时,公司持续引进货机推动业务量持续增长,有望驱动盈利稳步增长。此外,公司维持较好的分红政策,股息率具备性价比,安全边际充足。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.5/29.5/33.5 亿元,对应 PE 分别为 10.1/9.0/8.0 倍,维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1、海外政策变动风险;
- 2、跨境电商货量增长低预期;
- 3、空运普货需求不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	16.80
总股本(万股)	158,756
流通A股/B股(万股)	94,460/0
每股净资产(元)	12.00
近12月最高/最低价(元)	18.02/11.61

注:股价为 2025 年 11 月 14 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

### 相关研究

- 《关税波动不改经营韧性》2025-09-05
- 《25Q1 经营稳健,关注后续关税影响》2025-05-07
- 《24Q4 业绩短期波动,积极应对关税挑战》2025-05-07


 更多研报请访问  
 长江研究小程序

## 风险提示

- 1、海外政策变动风险。当前美国频繁调整关税政策并计划取消小额包裹免税政策，预计将对航空货运需求产生较大冲击，跨境电商平台为应对成本压力，可能加速向半托管模式转型，优先选择海运方式将货物提前运至海外仓。
- 2、跨境电商货量增长低预期。跨境电商景气支撑欧美线航空货运价格，若跨境电商GMV 增长不及预期或海外仓占比迅速提升，将引致跨境电商货量增长低预期，航空货运价格承压。
- 3、空运普货需求不及预期。中国跨境航空货运量中普货需求占比超过一半，若普货需求不及预期，将导致整体货量增长承压。

## 财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24056	23613	25009	26898	货币资金	6753	9315	10259	12212
营业成本	19382	18999	19934	21221	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	4674	4614	5075	5677	应收账款	1966	1959	2069	2223
%营业收入	19%	20%	20%	21%	存货	25	32	32	34
营业税金及附加	51	55	56	60	预付账款	443	339	375	407
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	569	532	558	579
销售费用	237	234	247	266	流动资产合计	9755	12178	13293	15454
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	381	381	381	381
管理费用	338	362	376	403	投资性房地产	204	204	204	204
%营业收入	1%	2%	2%	1%	固定资产合计	8387	8254	9464	9958
研发费用	52	41	46	50	无形资产	355	355	355	355
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	289	299	273	263	递延所得税资产	166	166	166	166
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他非流动资产	7024	7191	7216	7236
加: 资产减值损失	0	0	0	0	资产总计	26271	28728	31078	33753
信用减值损失	0	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	应付款项	1323	1561	1646	1699
投资收益	-9	0	0	0	预收账款	7	8	8	9
营业利润	3929	3961	4396	4978	应付职工薪酬	340	442	427	454
%营业收入	16%	17%	18%	19%	应交税费	124	277	270	273
营业外收支	8	0	0	0	其他流动负债	1496	1444	1487	1543
利润总额	3936	3961	4396	4978	流动负债合计	3290	3731	3838	3977
%营业收入	16%	17%	18%	19%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	872	921	1012	1143	应付债券	0	0	0	0
净利润	3064	3040	3384	3835	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	2688	2646	2954	3348	其他非流动负债	3595	3595	3595	3595
少数股东损益	376	393	430	487	负债合计	6886	7327	7433	7573
EPS (元)	1.69	1.67	1.86	2.11	归属于母公司所有者权益	17511	19133	20947	22995
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	1875	2268	2698	3185
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	19386	21401	23645	26181
经营活动现金流净额	3714	4202	4059	4525	负债及股东权益	26271	28728	31078	33753
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	-349	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-2323	-548	-1908	-1204	每股收益	1.69	1.67	1.86	2.11
其他	-9	0	0	0	每股经营现金流	2.34	2.65	2.56	2.85
投资活动现金流净额	-2681	-548	-1908	-1204	市盈率	9.94	10.08	9.03	7.97
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.52	1.39	1.27	1.16
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	4.24	4.77	4.03	3.27
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	10.2%	9.2%	9.5%	9.9%
筹资成本	-644	-1091	-1207	-1367	净资产收益率	15.3%	13.8%	14.1%	14.6%
其他	-2780	0	0	0	净利率	11.2%	11.2%	11.8%	12.4%
筹资活动现金流净额	-3425	-1091	-1207	-1367	资产负债率	26.2%	25.5%	23.9%	22.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-2392	2563	943	1953	总资产周转率	0.92	0.82	0.80	0.80

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。