

国货航(001391)

报告日期: 2025 年 12 月 31 日

跨境电商方兴未艾，航空货运龙头顺势而为

——国货航深度报告

投资要点

□ 国货航：立足航空运输的航空物流综合服务商龙头

国货航是中国唯一载旗货运航司，为国内头部航空物流综合服务商，实控人是国资委。公司主营业务可分为航空货运服务、综合物流解决方案、航空货站服务，24 年收入占比分别为 74%、19%、7%，毛利占比分别为 80%、19%、1%。公司基本盘航空货运业务盈利弹性较大，收入主要来自于欧美市场，20-24 年充分受益于行业高景气下运价走高，毛利率落在 14%-27% 区间，远高于 2019 年的 6%。综合物流解决方案面向高端产品物流需求，拓展航空物流价值链，与航空货运业务较为同步，享跨境电商高增红利。航空货站业务量稳健增长，2024 年毛利率转正为 3%。

□ 航空货运：20-24 年供需失衡驱动运价抬升，供给仍然受限，核心看需求演绎关税政策变化导致需求面临不确定性，供需改善有望驱动空运运价中枢抬升。

1) 需求：挂钩发达经济体经济增长，近年跨境电商需求为核心引擎。我们预计我国航空货运国际航线需求 2025-2026 年同比分别+5%/+3%。**2) 供给：**上游面临产能瓶颈，全货机、客机供给均受限。波音预测全球货机 2024-2043 年平均每年增长 2.6%。**3) 运价：**美国小额豁免关税政策取消压制美线跨境电商出口空运需求，但欧线需求加速增长，我们预计 2025-2026 年空运供需关系将走弱，但仍好于 2019 年，将对空运运价形成一定支撑。**4) 竞争格局：**三大航货邮周转量合计市场占比超 7 成，国货航侧重“航空运输”业务，在行业景气高点将显现高利润弹性。东航物流侧重“物流”业务，地面综合服务为压舱石。

□ 跨境电商需求方兴未艾，盈利弹性取决于运价趋势

高弹性的全货机运输业务 2024 年贡献近 6 成毛利，利润弹性取决于空运运价，运价周期由供需周期决定。假设全货机运输运价较 2024 年平均运价（BAI80 平均值为 4665）上涨（或下跌）10%，对应公司归母净利润增加（或减少）约 6 亿元。2025 年（截至 12 月 22 日），BAI80 平均值为 4655，同比-0.2%。

□ 盈利预测与估值

预计公司 25-27 年营业收入为 229.5、249.2、268.9 亿元，同比+12%\+9%\+8%，归母净利润分别为 25.6、27.1、29.0 亿元，同比分别+31%\+6%\+7%，当前市值对应 PE 分别为 28x、27x、25x，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示

全球政治经济环境变化风险，量价不及预期风险，航油价格波动风险等。

投资评级：增持(首次)

分析师：李丹

执业证书号：S1230520040003
 lidan02@stocke.com.cn

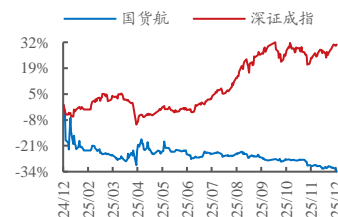
分析师：李逸

执业证书号：S1230523070008
 liyi01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.92
总市值(百万元)	72,276.58
总股本(百万股)	12,208.88

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20584	22952	24917	26887
(+/-) (%)	38%	12%	9%	8%
归母净利润	1953	2565	2707	2900
(+/-) (%)	69%	31%	6%	7%
每股收益(元)	0.16	0.21	0.22	0.24
P/E	37	28	27	25

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 国货航：以航空运输为核心的航空物流综合服务商	5
1.1 背靠中航集团，股东结构多元稳定	5
1.2 三大业务板块：立足航空货运，拓展航空物流价值链	6
1.3 财务情况：盈利随行业景气度波动	9
2 航空货运：供需改善有望驱动运价中枢抬升	10
2.1 需求侧：挂钩发达经济体经济增长，跨境电商需求为核心引擎	10
2.2 供给侧：上游面临产能瓶颈，全货机、客机供给均受限	14
2.3 供需关系测算：跨境电商空运需求受关税政策影响	17
3 竞争格局：国货航 vs 东航物流 vs 南航物流	19
4 跨境电商需求方兴未艾，景气周期显现高弹性	23
5 盈利预测与估值	24
6 风险提示	25

图表目录

图 1: 国货航股权结构 (截至 2025.9.30)	5
图 2: 国货航主营业务收入结构 (亿元)	6
图 3: 国货航主营业务收入结构	6
图 4: 国货航主营业务收入中约 8 成来自国际市场	7
图 5: 国货航国际市场各区域收入在主营业务收入中的占比	7
图 6: 国货航毛利润结构 (单位: 亿元)	7
图 7: 国货航主营业务毛利率	7
图 8: 国货航全货机机队规模 (架)	8
图 9: 国货航全货机飞机利用率 (小时/日)	8
图 10: 国货航货邮运输周转量及同比增速 (亿吨公里)	8
图 11: 国货航航空运价与行业平均运价走势保持一致	8
图 12: 国货航国际航线出港航班机场分布 (班次/周)	8
图 13: 国货航航班量分布 (班次/周)	8
图 14: 国货航营业收入及同比增速	9
图 15: 国货航归母净利润及同比增速	9
图 16: 国货航营业成本结构	9
图 17: 国货航毛利率、三费占收入比重	9
图 18: 国货航归母净利润率	10
图 19: 国货航 ROE、ROA	10
图 20: 全球航空货运需求 (CTK, 十亿吨公里)	10
图 21: 国际航线航空货运需求同比 (按区域)	10
图 22: 中国民航货邮运输量及同比	11
图 23: 中国民航国内、国际航线货邮运输量及同比	11
图 24: 电商货物占全球空运货物的比例将提升	11
图 25: 国货航、东航物流跨境电商货量 (万吨)	11
图 26: 中国跨境电商进出口交易规模 (万亿元)	12
图 27: 中国跨境电商 B2B 和 B2C 规模及占比	12
图 28: 2024 年中国跨境航空货运出口品类货量比例	12
图 29: 2024 年中国跨境航空货运出口的区域分布图	12
图 30: 跨境电商物流模式比较	12
图 31: 我国跨境出口电商包裹量 (亿件)	13
图 32: TEMU GMV	13
图 33: Tik-Tok 全球 GMV (单位: 十亿美元)	13
图 34: Shein GMV	13
图 35: 2023 年全球航空物流货量中 54% 由全货机运输	14
图 36: 航空货运行业收入结构 (按航空公司商业模式划分)	14
图 37: 中国全货机数量 (单位: 架)	15
图 38: 中国民航客机数量 (单位: 架)	15
图 39: 我国国内航线货运航班执行量 (架次)	15
图 40: 我国国内货运航线理论业载量稳步提升	15
图 41: 我国国际航线货运航班执行量 (架次)	15
图 42: 我国国际货运航线理论业载量稳步提升	15

图 43: 2025 年 11 月国际出港货运航班流向以欧美、日韩为主.....	16
图 44: 波音、空客交付能力尚未完全恢复.....	16
图 45: 发动机产量尚未恢复至 2019 年.....	16
图 46: 2025-2027 年中国民航货运宽体机、客运宽体机增长预测 (单位: 架)	17
图 47: 2024-2025 财年欧洲跨境电商 TOP100 GMV.....	18
图 48: 中国货运航司国际航线往返航班量 (班次/月)	18
图 49: 我国国际出港货运运力供需关系测算.....	19
图 50: 上海浦东出境航空货运指数 BAI80 变动趋势 (截至 2025.12.22)	19
图 51: 中国民航货邮周转量结构 (口径: 吨公里)	20
图 52: 中国民航货邮运输量结构 (口径: 吨)	20
图 53: 三大航空物流企业营业收入及同比 (单位: 亿元)	20
图 54: 三大航空物流企业归母净利润及利润率 (单位: 亿元)	20
图 55: 三大航空物流企业营业收入结构与毛利率对比.....	21
图 56: 25 年 11 月末三大航机队规模对比 (单位: 架)	21
图 57: 25 冬春航季国际航班分布 (班次/周)	21
图 58: 三大航空物流企业货邮周转量 (单位: 亿吨公里)	22
图 59: 三大航空物流企业航空货运业务运价 (元/吨公里)	22
图 60: 国货航、东航物流全货机载运率.....	22
图 61: 三大航空物流企业全货机机队利用率 (小时/日)	22
图 62: 25 冬春航季国际航线出港航班量机场分布.....	22
图 63: 24 年上海两场国际航线货邮吞吐量在全国机场中占 35%.....	22
图 64: 国货航毛利润结构与航空货运平均运价.....	23
图 65: 国货航全货机运输业务运价弹性测算.....	23
图 66: 国货航三大核心业务营业收入同比增速.....	23
图 67: 国货航综合物流解决方案业务收入结构 (亿元)	23
图 68: 国货航航空货站业务货邮处理量及同比.....	24
图 69: 国货航在六大货站的货物处理量份额.....	24
图 70: 国货航航空货站业务处理单价及同比.....	24
图 71: 2024 年国货航航空货站业务营业成本结构.....	24
表 1: 国货航历史沿革.....	5
表 2: 国货航业务板块划分.....	6
表 3: 我国航空货运需求测算.....	14
表 4: 2025 年以来小额包裹关税豁免政策变化.....	17
表 5: 国货航 2025-2027 年盈利预测.....	25
表 6: 可比公司估值表 (以 2025/12/31 收盘价计算)	25
表附录: 三大报表预测值.....	26

1 国货航：以航空运输为核心的航空物流综合服务商

1.1 背靠中航集团，股东结构多元稳定

国货航是中国唯一载旗货运航司，定位国内头部航空物流综合服务商。公司于2003年在北京成立，以上海为远程货机主运营基地；2017-2019年，中航集团以国货航作为混改平台，整合集团旗下货运物流企业；2024年，公司成功在深交所主板上市。

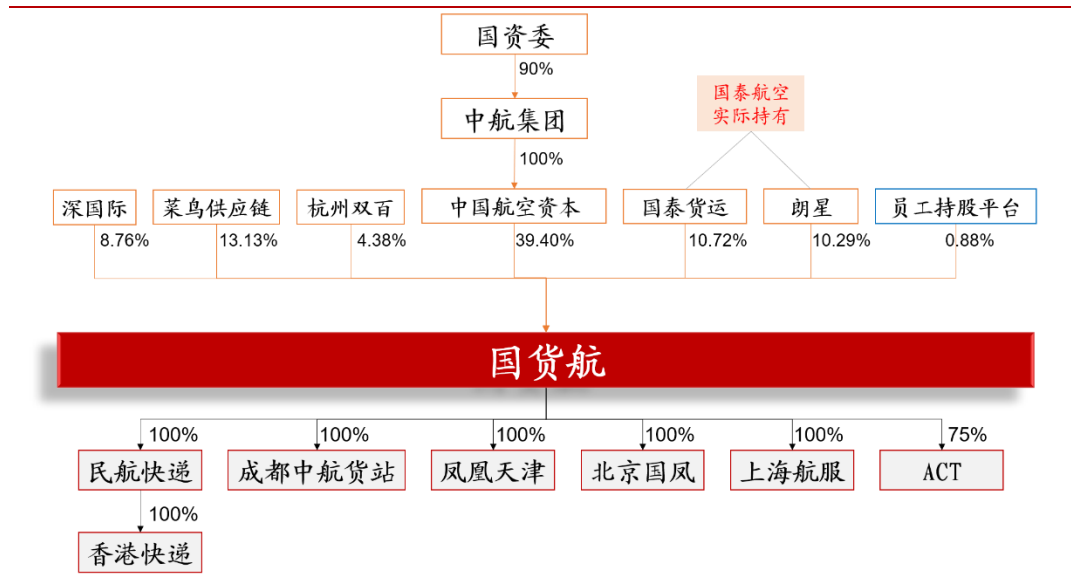
表1: 国货航历史沿革

时间	公司大事
2003年	国货航正式成立，成为国内唯一载国旗飞行的货运航空公司
2011年	中国国航与国泰航空以国货航为平台完成货运合资项目
2017-2019年	中航集团以国货航为混改平台，整合中航集团旗下货运物流企业
2020年	国货航以公开遴选方式确定浙江菜鸟供应链管理有限公司、深国际控股（深圳）有限公司、杭州国改双百创新股权投资合伙企业（有限合伙）作为战略投资方
2023年	公司同一控制下企业合并收购香港快递
2024年	国货航在深交所主板上市

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

混改完成后股权多元并稳定，与战略股东持续深化业务合作。截至2025Q3末，公司控股股东中国航空资本持股39.4%，实际控制人系央企中航集团；关联方国泰航空通过国泰货运、朗星合计持股21.0%。公司于2020年引进三家战略投资者，其中菜鸟供应链持股13.13%、深国际（深圳国资）持股8.76%、杭州双百持股4.38%。此外，员工持股平台合计持股0.88%。

图1: 国货航股权结构（截至2025.9.30）



资料来源：Wind，国货航公告，中国国航公告，浙商证券研究所

1.2 三大业务板块：立足航空货运，拓展航空物流价值链

背靠中航集团，主要经营跨境航空物流服务，定位以航空运输为核心的综合物流服务商。公司主营业务可分为航空货运服务、航空货站服务、综合物流解决方案三大板块。其中航空货运业务弹性最大，综合物流解决方案与航空货运业务挂钩，航空货站服务业务较为稳健、为业绩压舱石。

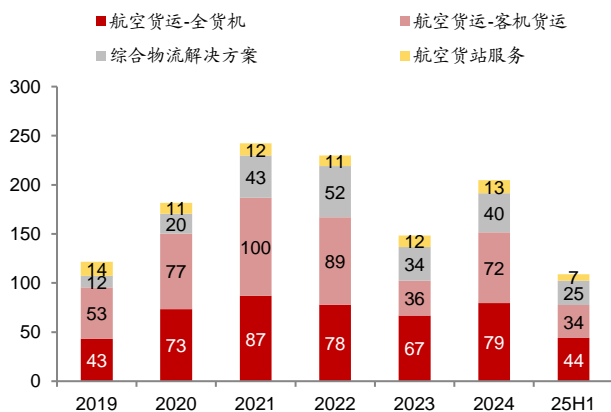
表2：国货航业务板块划分

业务分类（一级）	业务分类（二级）	业务具体内容
航空货运服务	全货机运输服务	通过自有全货机提供“港到港”货运服务
	客机货运服务	通过独家经营模式利用国航股份及其下属控股子公司的客机航班，在承运旅客行李后的空余客机货运舱位向下游客户提供货运服务
航空货站服务		依托机场货库、站坪能力等资源，支持航空货运、综合物流解决方案等板块产品在机场端的地空衔接，同时积极拓展传统航空地面代理业务
综合物流解决方案	合同物流服务	以企业客户为目标，为客户提供以航空运输为主的国内、国际门到门综合物流服务。重点为通信电子、医药冷链、汽车备件、航材等行业提供专业物流服务
	货运代理服务	以北京、上海、成都、重庆等城市为主要进出口口岸城市，依托于国航、外航优势的航空运输资源为直接客户和同行客户提供全球空运代理销售和操作服务

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

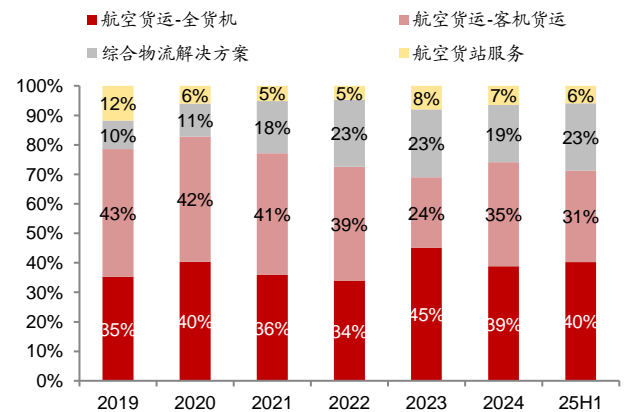
分业务来看，弹性最大的航空货运业务收入占比7-8成。随着公司全货机机队规模扩张，全货机运输收入占比有所提升，2019-2024年航空货运业务收入占比69%-79%。公司航空货运业务以国际航线为主，2020-2022年国际航线客机辅舱运力严重短缺，因此，客机货班运输作为临时性运力投入而兴起，驱动客机货运收入大幅提升；2023年客机货班运力投入方式退出市场，导致客机货运收入占比下降；2024年国际航线客运航班大幅恢复，拉动客机货运收入占比提升。

图2：国货航主营业务收入结构（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

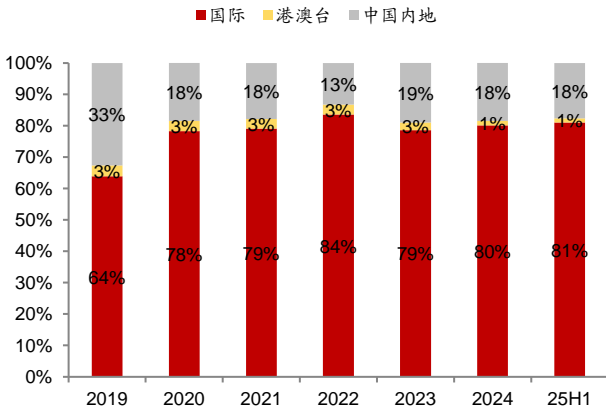
图3：国货航主营业务收入结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

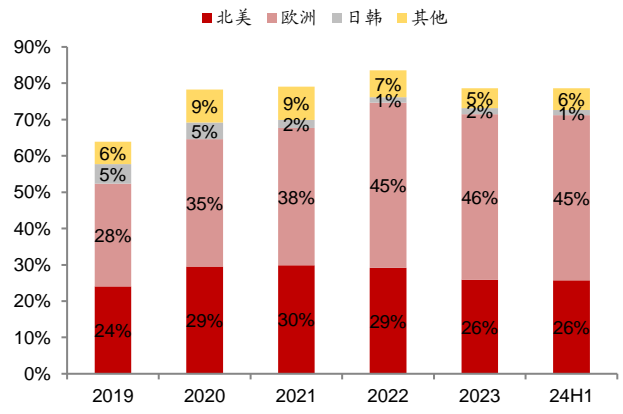
分区域来看，欧美市场为主要收入来源，且占比持续提升。在国货航25H1主营业务收入中，国际、港澳台、中国内地市场分别贡献81%、1%、18%。分具体区域来看，在24H1国货航主营业务收入中，45%来自欧洲市场、26%来自北美市场，欧美市场收入合计占比较2019年提高19pct。

图4：国货航主营业务收入中约8成来自国际市场



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

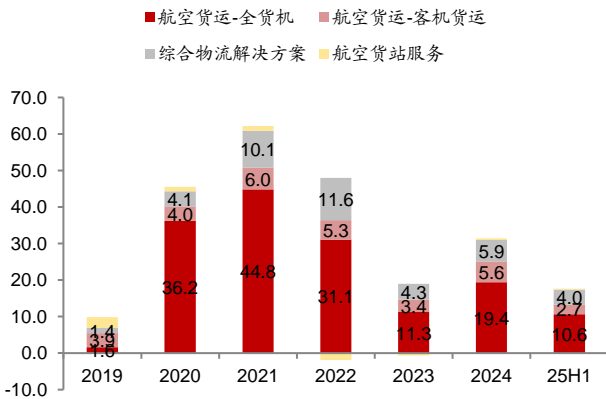
图5：国货航国际市场各区域收入在主营业务收入中的占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

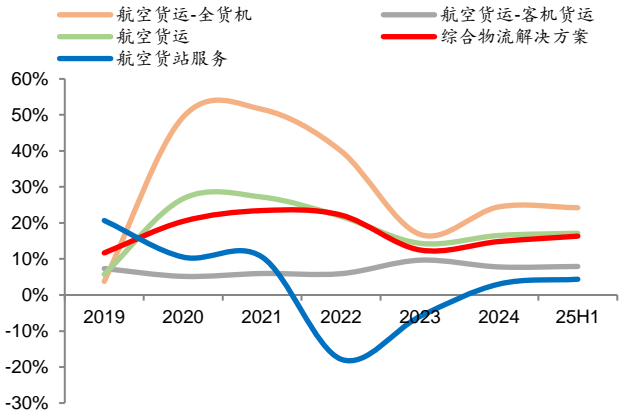
航空货运业务贡献毛利大头，其中全货机运输盈利弹性较大，客机货运业务毛利率相对稳定。在2024年毛利润中，航空货运业务占80%（其中全货机运输、客机货运分别占整体的62%、18%）、综合物流解决方案占19%、航空货站服务占1%。2020-2022年行业处于高景气阶段，受益于运价大幅提升、航油价格波动，公司全货机运输业务毛利率从2019年的4%提高至2021年的52%，同期毛利润从1.6亿元提高至44.8亿元，2024年运价回落导致航空货运业务毛利率回落至24%。2019-2024年，客机货运业务毛利率稳定在5%-10%。

图6：国货航毛利润结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图7：国货航主营业务毛利率

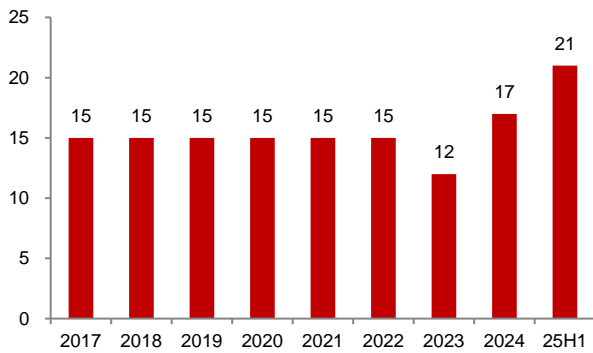


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

全货机运输：截至2025年11月，公司拥有全货机23架，包括13架B777、7架A330和3架B747。2017-2019年国货航全货机日利用率保持在8.8小时左右，2023-2025年超过13小时。

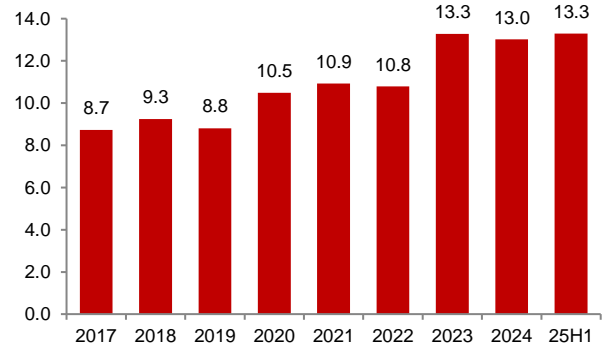
客机辅舱运输：公司与中国国航签署协议，采用独家经营模式开展中国国航旗下航空公司的客机货运业务。2024年公司整合深航、昆明航辅舱资源，为货邮总周转量带来6.83%的增量。截至2025年11月，中国国航合计运营953架客运飞机。

图8: 国货航全货机机队规模(架)



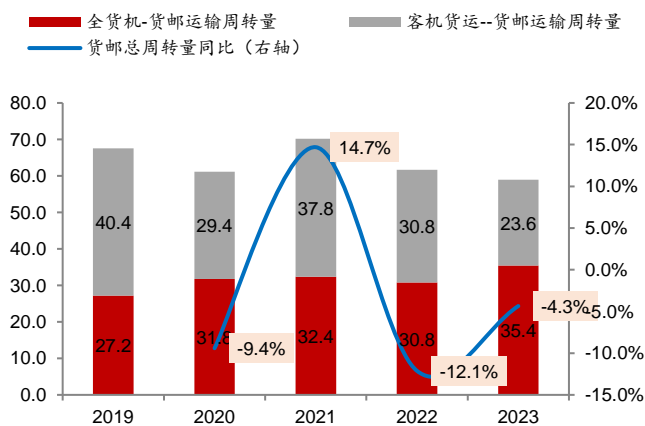
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 不含已退役待转让货机。

图9: 国货航全货机飞机利用率(小时/日)



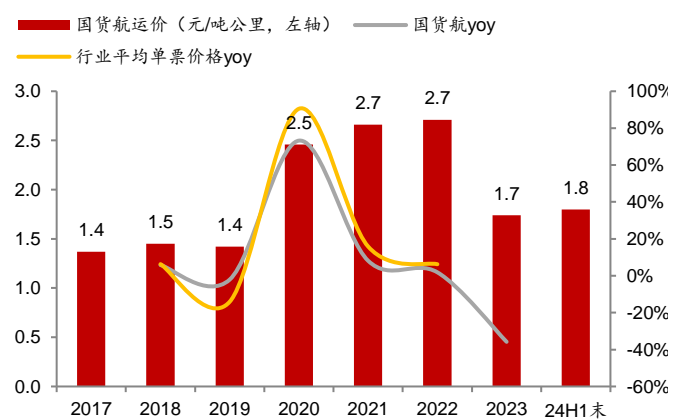
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图10: 国货航货邮运输周转量及同比增速(亿吨公里)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

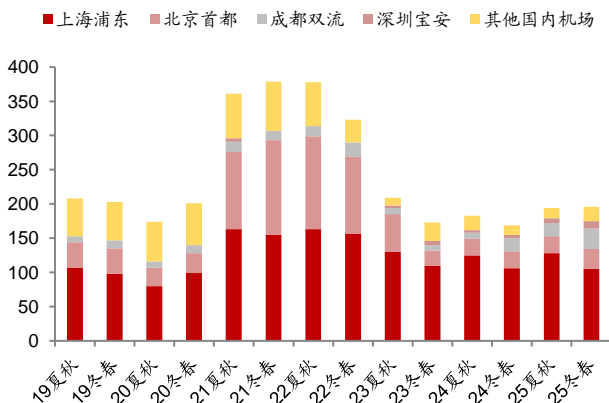
图11: 国货航航空运价与行业平均运价走势保持一致



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

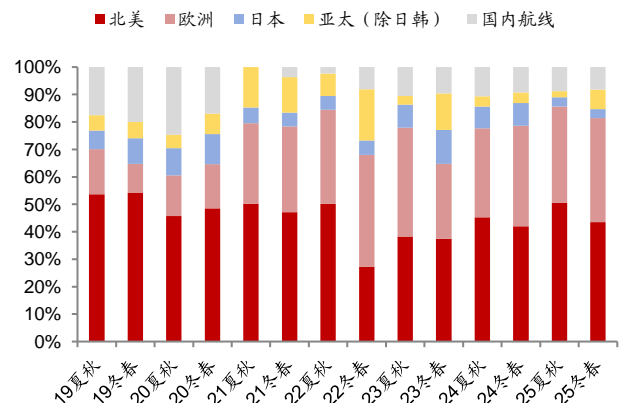
全货机以执飞国际航线为主, 欧美目的地占 8-9 成。公司已经建立起以上海浦东国际机场为全货机主运营基地、以北京首都国际机场为客机货运主运营基地的航空运力网络。25H1 公司全货机执飞 25 条航线, 包括 23 条国际航线、2 条国内航线。25 冬春航季, 国货航国内出港航班量中, 54% 自上海浦东机场出发、15% 自北京首都机场出发、15% 自成都双流机场出发。目的地方面, 国际航线占比 92%, 其中北美占 44%、欧洲占 38%、日本占 3%、亚太(除日韩)占 7%。

图12: 国货航国际航线出港航班机场分布(班次/周)



资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

图13: 国货航航班量分布(班次/周)

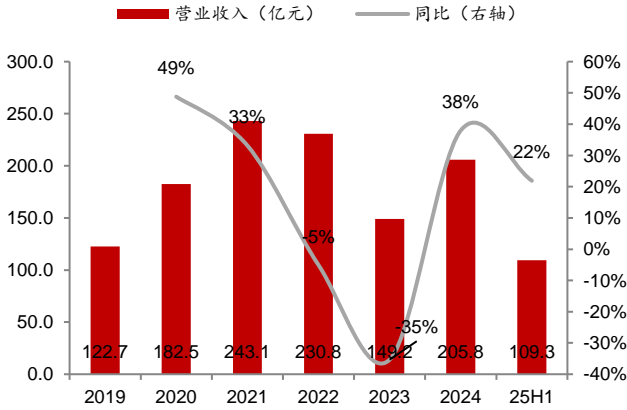


资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

1.3 财务情况：盈利随行业景气度波动

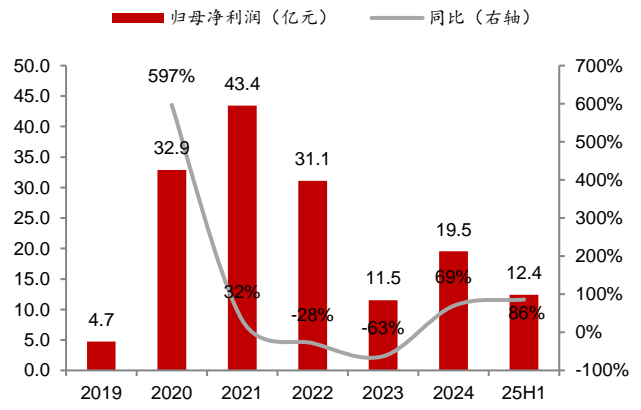
经营业绩随行业景气度大幅波动。2020-2022年，受外部环境影响，空运供需关系失衡，运价大幅上涨，公司实现归母净利润33、43、31亿元，同比分别+597%、+32%、-28%。2023年以来，空运市场恢复常态化运营，运价从景气高点逐步回归常态。2024年公司实现收入205.8亿元，同比+38%，归母净利润19.5亿元，同比+69%。

图14：国货航营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所

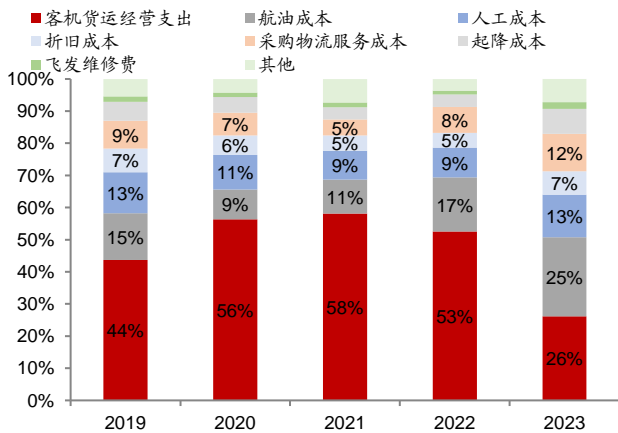
图15：国货航归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所

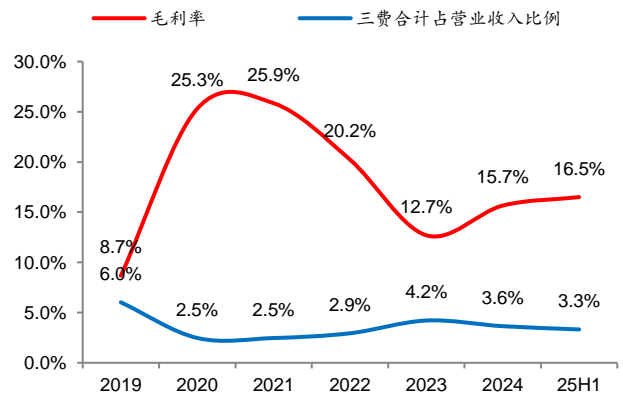
成本费用端：25H1毛利率16.5%，客机货运经营支出与航油成本是公司最主要的变动成本项。公司独家经营中国国航客机辅舱货运业务，客机货运经营支出随客机货运收入波动。航油成本跟随国际油价波动，在2024年实际耗油量与平均航油价格（约6339元/吨）基础上，若采购均价下降100元/吨，将导致当期利润总额增加0.52亿元。

图16：国货航营业成本结构



资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所

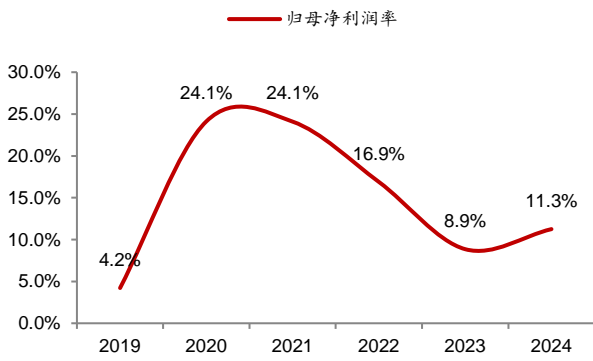
图17：国货航毛利率、三费占收入比重



资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所

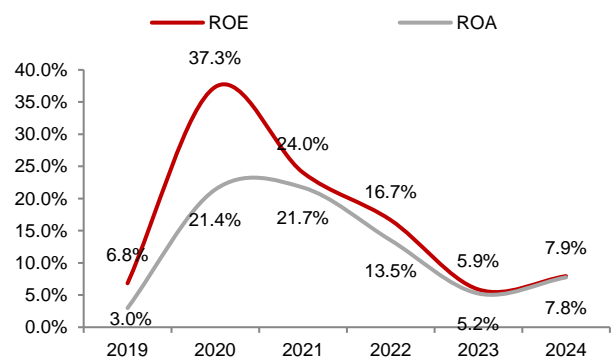
盈利能力稳步提升，2024年公司归母净利润率11.3%、ROE 7.9%、ROA 7.8%。

图18: 国货航归母净利润率



资料来源: 公司公告、Wind, 浙商证券研究所

图19: 国货航 ROE、ROA



资料来源: 公司公告、Wind, 浙商证券研究所

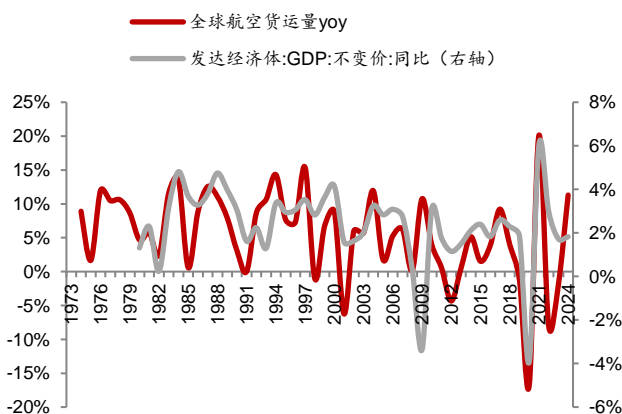
2 航空货运: 供需改善有望驱动运价中枢抬升

2.1 需求侧: 挂钩发达经济体经济增长, 跨境电商需求为核心引擎

空运高效、准时属性强, 在高价值、时间敏感、鲜活易腐等产品运输上具有不可替代性。根据波音估算, 航空货运所承载的货物重量在全球贸易总体重量的占比不到 1%, 但其所承载的产品价值却超过 35%。在 2023 年空运货量中, 18% 为快递, 82% 为普货。

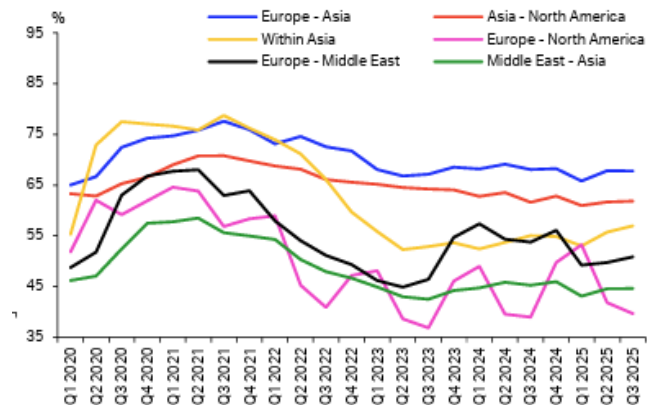
发达经济体经济增长与跨境电商发展驱动全球航空货运需求稳健增长。2024 年全球航空货运需求 CTK 同比增长 11.3%, 在量上创新高, 其中最大货运量贸易航线亚洲-北美(仅含直达)货物需求增长 8%。根据波音预测, 2024-2043 年全球空运货物量 (CTK 口径) 平均每年增长 4.0%。

图20: 全球航空货运需求 (CTK, 十亿吨公里)



资料来源: Wind, IATA, 浙商证券研究所

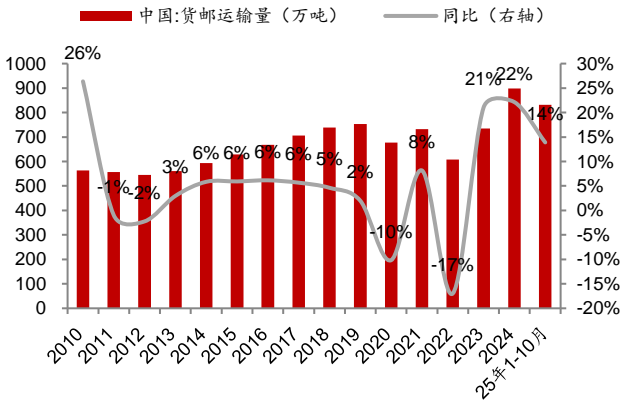
图21: 国际航线航空货运需求同比 (按区域)



资料来源: IATA, 浙商证券研究所

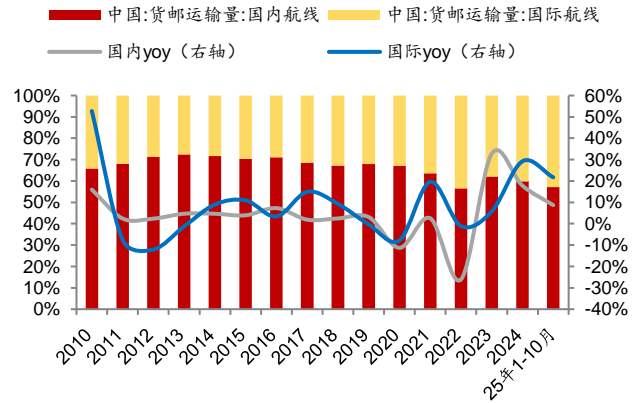
全球供应链重构、跨境电商需求激增、冷链物流等新兴市场崛起驱动中国空运市场规模扩大。2006 年以前中国航空货运以普货运输为主, 2012 年起跨境电商等新业态快速发展, 增强航空物流市场规模内生动力。2012-2024 年, 我国民航货邮运输量从 545 万吨增长至 898 万吨, 对应 CAGR 为 4.3%, 其中国际航线货邮运输量从 157 万吨增长至 361 万吨, 对应 CAGR 为 7.2%, 占比从 29% 提高至 40%。

图22: 中国民航货邮运输量及同比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

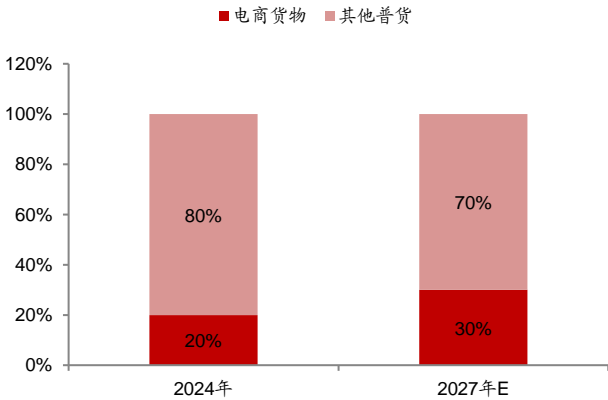
图23: 中国民航国内、国际航线货邮运输量及同比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

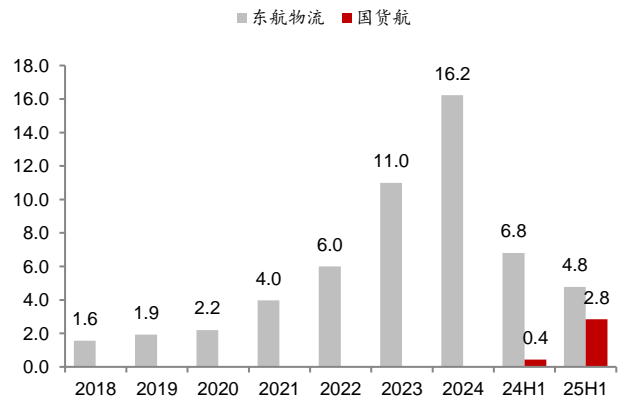
80%的跨境电商货物都通过航空运输。跨境电商创新迭代快、周转效率高，物流履约环节约占跨境电商交易成本的20%~30%。因此，稳定的时效和高效的履约对跨境电商至关重要。根据IATA报告，大约80%的跨境电商货物都通过航空运输，目前电商货物占全球空运货物的20%，预测到2027年将增长到30%。

图24: 电商货物占全球空运货物的比例将提升



资料来源: IATA, Cargo Newswire, 浙商证券研究所

图25: 国货航、东航物流跨境电商货量 (万吨)

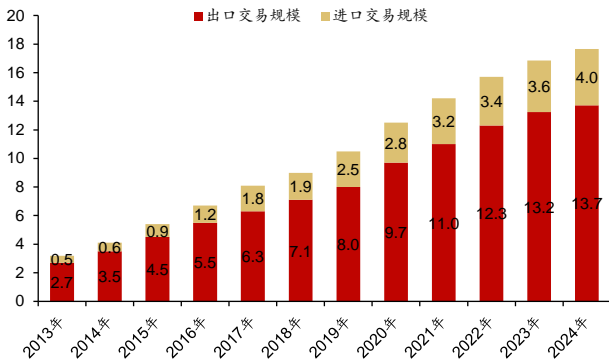


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

中国跨境电商市场规模近18亿元，出口占比近8成。2024年我国跨境电商市场规模达17.7亿元，同比增长4.8%，2013-2024年CAGR为16.8%，行业渗透率（跨境电商交易额占我国货物贸易进出口总值的比重）超过40%。2024年我国跨境电商出口交易规模为13.7亿元，进口交易规模为4.0亿元，2013-2024年CAGR分别为15.9%、20.7%，其中跨境电商出口市场规模占比接近8成。

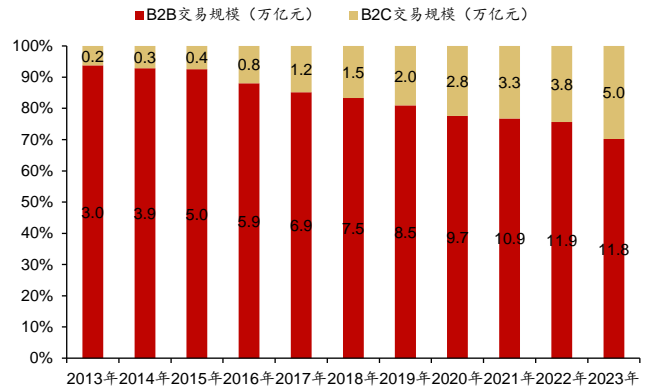
跨境电商B2C模式迅速崛起，2023年占比提升到3成。随着跨境支付、物流等基础设施的完善和政策的支持，B2C跨境电商形成相对完整的业务流程，叠加2020年以来用户线上跨境购物日益常态化，B2C占比快速提升。2023年B2C跨境电商交易规模为5万亿元（同比+31%），占比30%（同比+5.4pct），2013-2023年规模CAGR为38.0%。

图26: 中国跨境电商进出口交易规模(万亿元)



资料来源: 网经社, 36氪, 浙商证券研究所

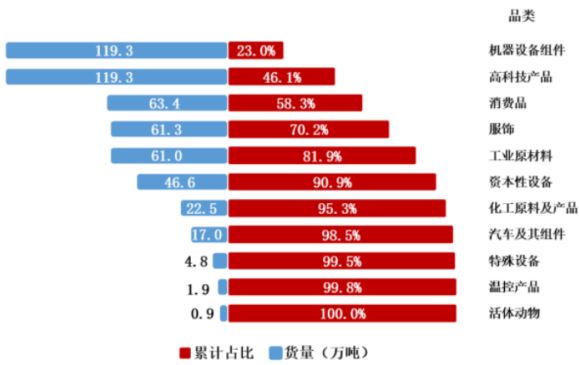
图27: 中国跨境电商 B2B 和 B2C 规模及占比



资料来源: 网经社, 36氪, 浙商证券研究所

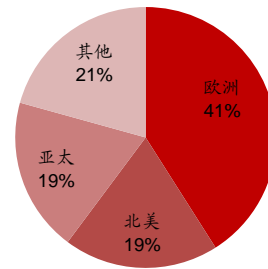
我国空运出口货物6成流向欧美。根据 Seabury, 2024年中国空运出口总货量518万吨, 同比+13.5%。分品类看, 中国空运出口货物主要以高科技产品、机器设备零部件、消费品、服饰等为主, 货量合计占比约70%。从出口流向看, 中国空运出口至欧洲、北美的货量占比分别为41%、19%。

图28: 2024年中国跨境航空货运出口品类货量比例



资料来源: Seabury, 浙商证券研究所

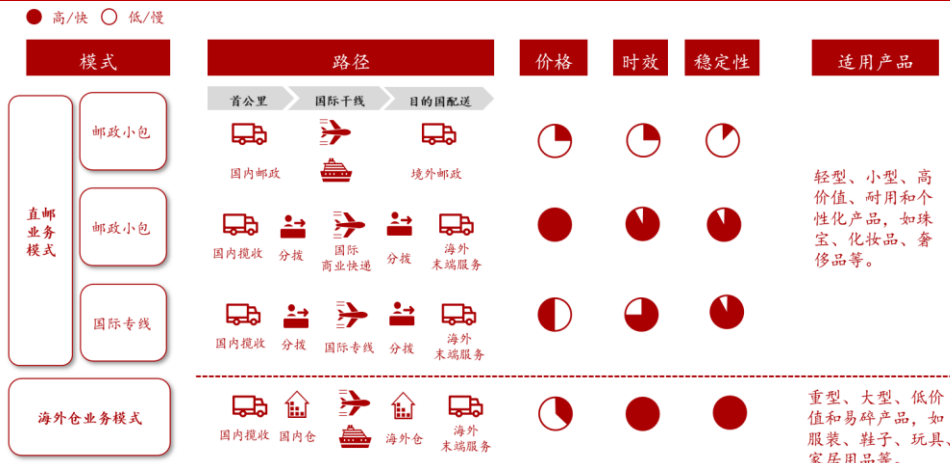
图29: 2024年中国跨境航空货运出口的区域分布图



资料来源: Seabury, 浙商证券研究所

跨境电商物流模式主要包括直邮和海外仓两种业务模式, 其中直邮模式高度依赖航空货运。直邮模式是指国内卖家直接从本国发货至国外买家, 灵活性高、成本较低但交货时间相对较长。海外仓模式是指卖家在国内交货给电商平台, 平台提前将商品批量运送到目标国家的仓库中储存, 再根据订单从当地发货, 交货时间短但仓储成本高。

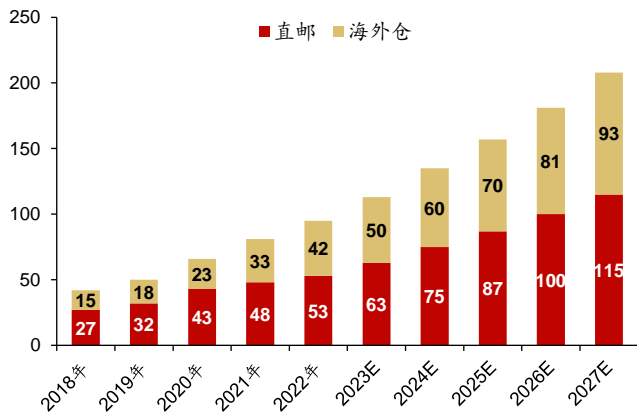
图30: 跨境电商物流模式比较



资料来源: 灼识咨询, 浙商证券研究所

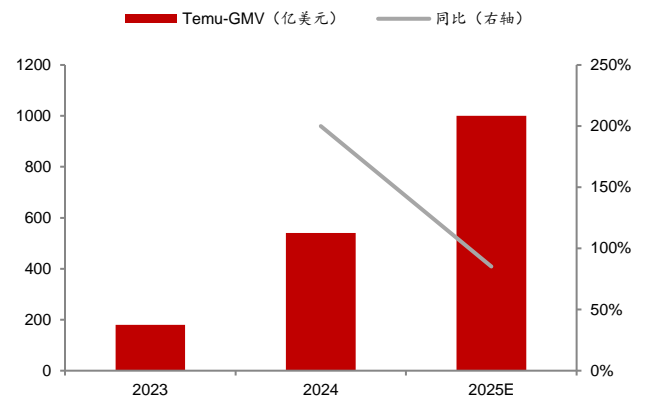
跨境电商物流规模增长驱动物流规模扩张，关税政策导致部分跨境电商货物从直邮转为海外仓模式。跨境电商平台可分为独立站（SHEIN）和第三方电商平台（TEMU、AliExpress、TikTok Shop），在小额包裹免关税政策实施期间，第三方电商平台全托管模式以直邮为主，半托管模式物流方式灵活性较高。根据灼识咨询，2022年跨境出口电商直邮模式包裹量53亿件，占比56%。

图31: 我国跨境出口电商包裹量 (亿件)



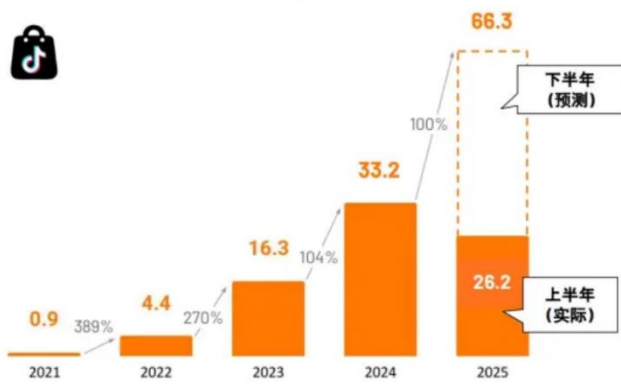
资料来源: 网经社, 浙商证券研究所; 注: 数据预测时间点为 2022 年。

图32: TEMU GMV



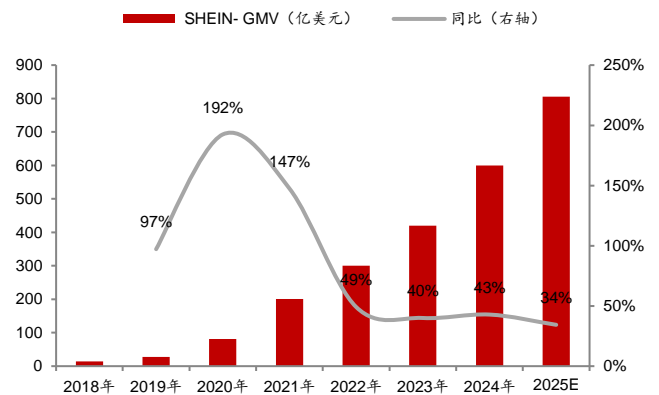
资料来源: 网经社, 晚点, 浙商证券研究所

图33: Tik-Tok 全球 GMV (单位: 十亿美元)



资料来源: Momentum Works, 浙商证券研究所

图34: Shein GMV



资料来源: Wall Street Journal, 晚点, 金融时报, 浙商证券研究所

航空货运总需求测算: 根据 Cargo Facts Consulting 数据, 2023 年 Shein、TEMU 日均空运发货量约 3000 吨、2500 吨, 12 月旺季中国“出海四小龙”TEMU、SHEIN、TikTok、速卖通空运发货量约 10800 吨/天 (SHEIN 5000 吨、TEMU 4000 吨、阿里巴巴 1000 吨、Tik Tok 800 吨), 相当于每天需要约 108 架 B777 的运力。考虑到 2025 年以来贸易环境与关税政策变化, 我们谨慎预计, 2025-2026 年, 我国航空货运总需求同比分别+7%、+5%, 其中国际航线货邮需求同比分别+5%、+3%。

表3: 我国航空货运需求测算

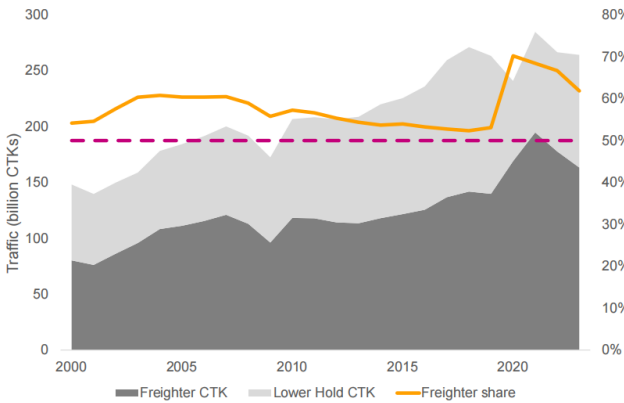
	2023	2024	2025E	2026E
国际航线货邮吞吐量 (万吨)	715	876	919	948
YOY	0.4%	22%	5%	3%
跨境电商出口货量	179	263	257	247
YOY	9%	47%	-2%	-4%
占比	25%	30%	28%	26%
普货货量	537	613	662	702
YOY	-2%	14%	8.0%	6.0%
国内航线货邮吞吐量 (万吨)	968	1131	1232	1319
YOY	31%	17%	9%	7%
航空货邮吞吐量 (万吨)	1683	2006	2152	2267
YOY	16%	19%	7%	5%

资料来源: 民航局, Wind, 浙商证券研究所估算

2.2 供给侧: 上游面临产能瓶颈, 全货机、客机供给均受限

全货机承担 54% 全球空运货量运输、创造 90% 航空货运收入。航空货运运力供给主要来源于全货机及客机腹舱运力, 2023 年全球航空货运市场中, 全货机运输货量约占 54%, 全货机运营产生了航空货运行业 9 成的收入, 其中, 快递企业占 48%、客货混合企业占 32%、全货机航空物流企业占 10%、航空客运公司占 10%。

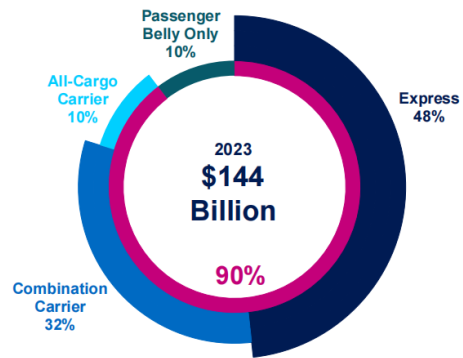
图35: 2023 年全球航空物流货量中 54% 由全货机运输



资料来源: 波音官网, 浙商证券研究所

图36: 航空货运行业收入结构 (按航空公司商业模式划分)

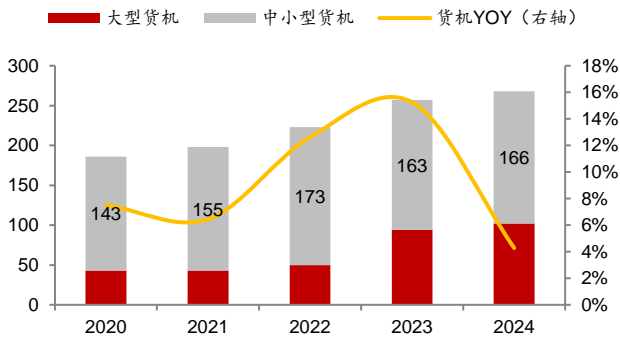
Air Cargo Industry Revenues by Airline Business Model
Airlines with freighters generate 90% of industry revenues



资料来源: 波音官网, 浙商证券研究所; 注: 货量统计为 CTK 口径。

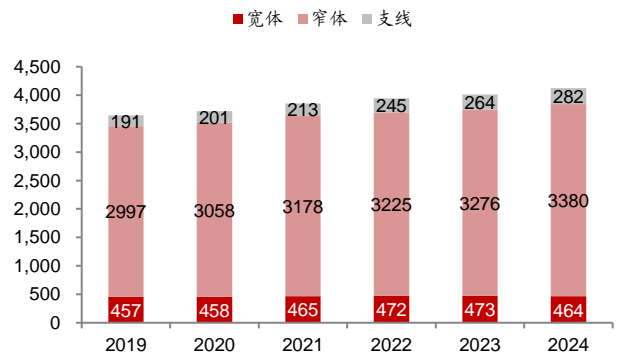
我国全货机增速趋缓, 宽体客机 2024 年净退出 9 架。截至 2024 年末, 我国全货机共 268 架, 同比+4%, 其中大型货机共 102 架 (占比 38%), 中小型货机共 166 架 (占比 62%), 2019-2024 年全货机数量 CAGR 为 9.1%。截至 2024 年末, 我国民航客机数量 4126 架, 其中宽体机 464 架, 占比 12%, 2019-2024 年 CAGR 为 0.3%。

图37: 中国全货机数量(单位:架)



资料来源: 民航局, Wind, 浙商证券研究所

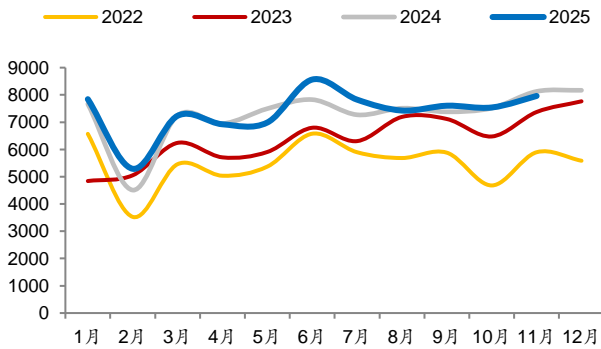
图38: 中国民航客机数量(单位:架)



资料来源: 民航局, Wind, 浙商证券研究所

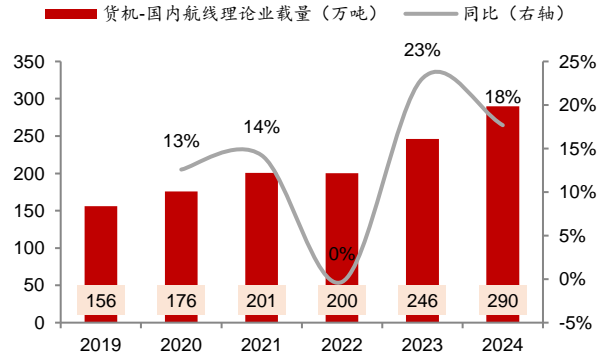
国内航线: 货机运力供给稳定增长。根据航班管家, 2019-2024年国内航线货运航班理论业载量从156万吨增长至290万吨, 对应CAGR为13%。2025年1-11月, 国内航线货机航班执行量平均为7382架次/月, 同比+2.1%。

图39: 我国国内航线货运航班执行量(架次)



资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

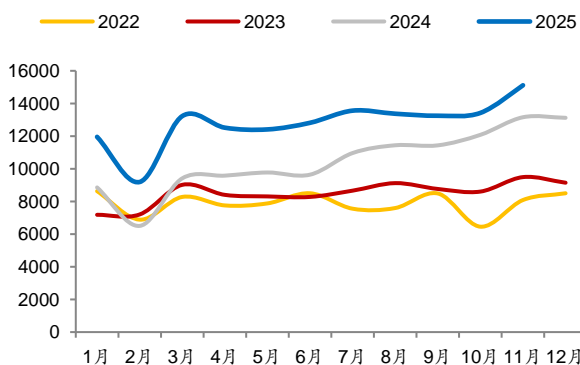
图40: 我国国内货运航线理论业载量稳步提升



资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

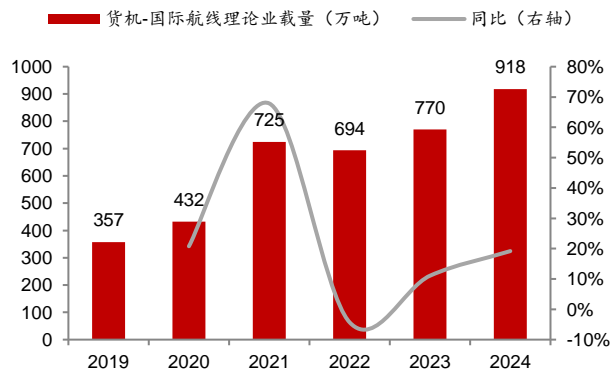
国际航线货运航班量大幅增长, 流向以欧美、日韩为主。2020-2022年国际航班大幅下降, 民航局批复了大量客改货航班, 成为特殊时期国际货运运力的重要补充。2023年以后, 国际客运逐步恢复, 客改货基本退出市场。2024年国际航线货运航班理论业载量918万吨, 同比+19.2%。2025年1-11月, 国际航线货运航班执行量约1.3万架次/月, 同比+25%; 11月直飞出港航班目的地以美国、日本、韩国为主, 三者合计占比约45%。

图41: 我国国际航线货运航班执行量(架次)



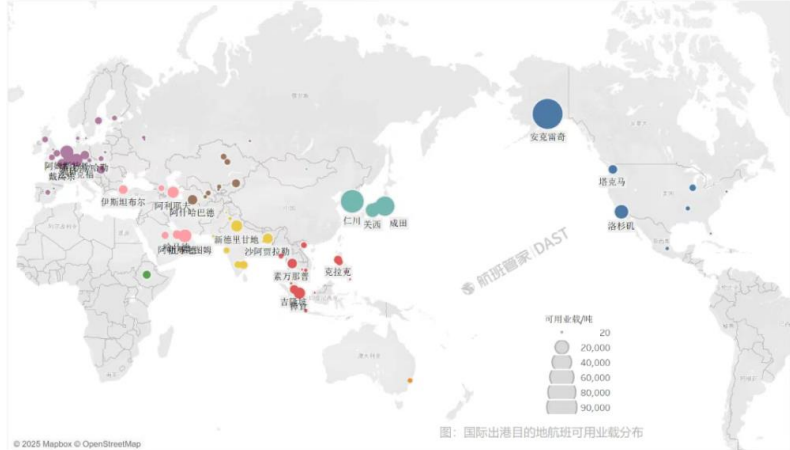
资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

图42: 我国国际货运航线理论业载量稳步提升



资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

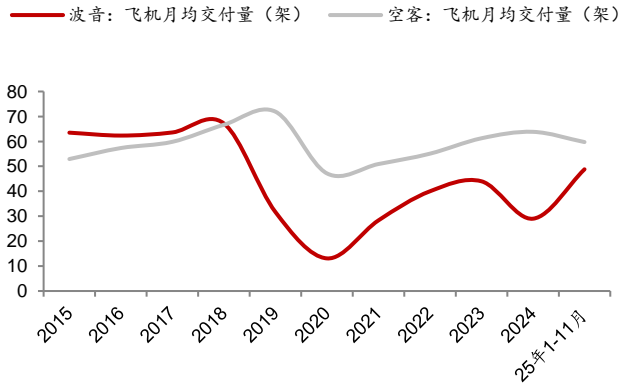
图43: 2025年11月国际出港货运航班流向以欧美、日韩为主



资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

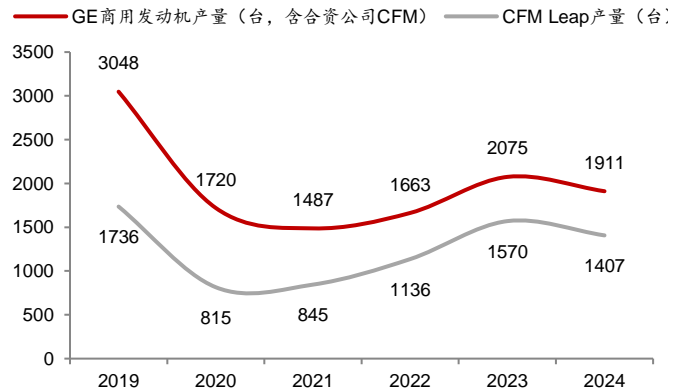
上游产能困局难解, 预计航空供给增长较为缓慢。 受限於发动机供应链瓶颈、部分机型/发动机型号质量缺陷、员工罢工等因素影响, 波音、空客产能恢复较慢, 交付能力与质量较差。2025年1-11月, 波音、空客月均分别交付飞机49架、60架, 仅为历史交付高点的73%、83%。

图44: 波音、空客交付能力尚未完全恢复



资料来源: 波音官网, 空客官网, 浙商证券研究所

图45: 发动机产量尚未恢复至2019年



资料来源: GE官网, 浙商证券研究所

全货机引进难以提速, 宽体客机辅舱运力增长缓慢。 1) **货机:** 根据波音预测, 2024-2043年全球将新交付2845架货机(对应23-43年货机机队CAGR为2.6%), 其中三分之二是由客机改装, 仅28%为宽体货机, 亚太地区预计将接收980架全货机(占34%)。根据航空物流企业机队引进规划, 我们预计中国货运宽体机队规模24-27年CAGR约8%。2) **客机:** 根据五大上市航司披露的2025-2027年机队引进规划与2024年实际引进情况, 我们预计24-27年行业客运宽体机CAGR约为1%。

图46: 2025-2027年中国民航货运宽体机、客运宽体机增长预测(单位:架)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	24-27年CAGR
宽体客机	473	456	462	455	469	1%
YOY	0%	-4%	1%	-2%	3%	
中国国航	139	136	132	134	142	1%
YOY	11%	-2%	-3%	2%	6%	
南方航空	110	103	103	97	100	-1%
YOY	-2%	-6%	0%	-6%	3%	
中国东航	106	108	113	117	122	4%
YOY	5%	2%	5%	4%	4%	
海航控股	71	69	72	65	63	-3%
YOY	-9%	-3%	4%	-10%	-3%	
吉祥航空	7	8	10	10	10	8%
YOY	17%	14%	25%	0%	0%	
小计	433	424	430	423	437	1%
YOY	3%	-2%	1%	-2%	3%	
全货机	257	246	273	298	313	8%
YOY	15%	-4%	11%	9%	5%	
其中:宽体机	94	99	112	119	123	8%
YOY	21%	5%	13%	6%	3%	
国货航	12	17	23	25	25	14%
YOY	-20%	42%	35%	9%	0%	
东航物流	14	14	18	20	20	13%
YOY	-7%	0%	29%	11%	0%	
南航物流	17	17	19	19	19	4%
YOY	13%	0%	12%	0%	0%	
顺丰航空	25	27	27	29	32	6%
YOY	67%	8%	0%	7%	10%	
小计	68	75	87	93	96	9%
YOY	5%	10%	16%	7%	3%	

资料来源:公司公告,民航局,浙商证券研究所;注:蓝底格数字为浙商证券研究所预测;国航、南航、东航客机规模基于公司在2024年报或2025中报中披露计划预测。

2.3 供需关系测算:跨境电商空运需求受关税政策影响

2025年小额包裹关税豁免政策发生变化,跨境电商直邮需求面临不确定性。1) **美国:**根据美国海关和边境保护局数据,2024财年(2023.10.1-2024.9.30),约有13.6亿件包裹通过T86清关模式(即800美元以下包裹免税政策)进入美国,其中约6成的包裹来自中国大陆。2025年5月2日起,美国针对800美元以下小额包裹征收54%的从价税或100美元的从量税, Temu基本停止中国直发美国业务。2) **欧盟:**计划自2026年7月1日起,对来自非欧盟国家的价值低于150欧元的小额包裹临时加收3欧元的进口关税。

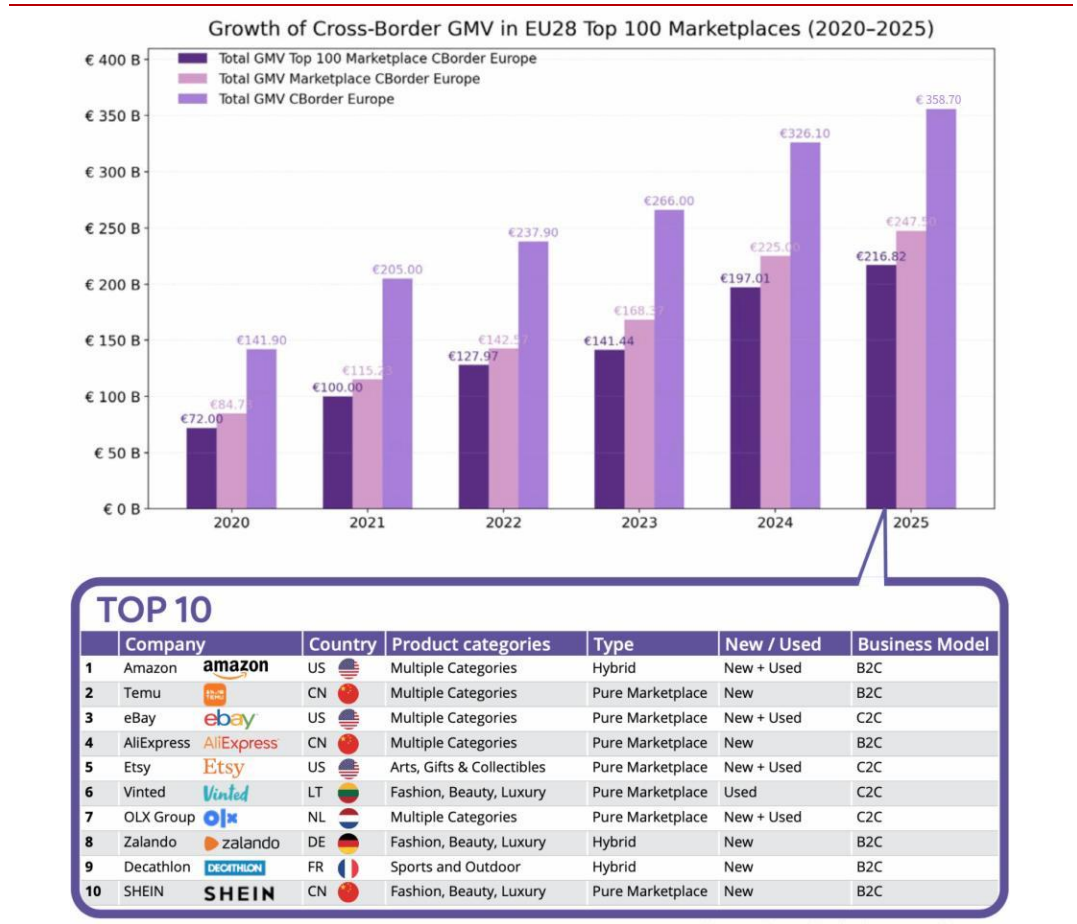
表4: 2025年以来小额包裹关税豁免政策变化

地区	时间点	具体政策内容
美国	2025年4-5月	2025年5月2日起终止对从中国内地和中国香港进口的小额包裹免税待遇,需缴纳其价值54%或每件100美元的关税。
欧盟	2025年12月18日	自2026年7月1日起,将对来自非欧盟国家的价值低于150欧元的包裹征税,每批货物临时加收3欧元的进口关税,并计划在2年后实施永久性关税。原计划为2028年生效。
英国	2025年11月26日	英国财政部宣布将取消价格低于135英镑的商品的关税豁免政策,预计该变动至少要到2029年3月才会实行。

资料来源:新华社,中国青年报,亿邦动力,纽约时报, EuroNews, 浙商证券研究所

跨境电商巨头将资源重心从美国转向欧洲。2024年有46亿件小额包裹进入欧盟关税区,其中约9成来自中国。自美国宣布终止“小额豁免”关税政策后, Temu、Shein等跨境电商平台削减在美国的广告投放支出。

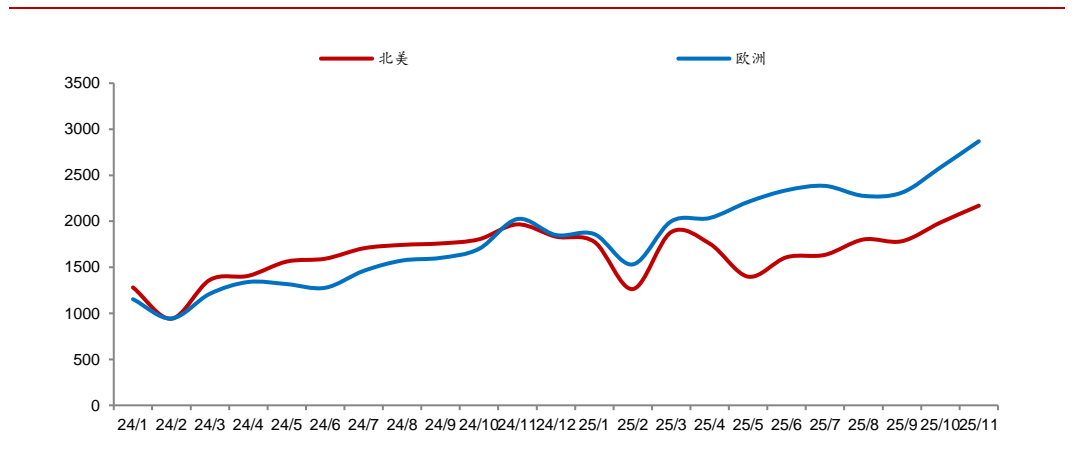
图47: 2024-2025 财年欧洲跨境电商 TOP100 GMV



资料来源: CBC commerce, 浙商证券研究所

中国货运航司增投欧线，供需关系重塑，运价面临不确定性。2025年11月，中国货运航司执飞北美、欧洲航线往返航班量分别为2169、2869班次，同比分别+10%、+42%，在国际货运航班中的份额分别为14%、19%，同比-1pct、+4pct。

图48: 中国货运航司国际航线往返航班量 (班次/月)



资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

关税政策影响空运出港需求，但我们预计 2025-2026 年空运供需关系仍好于 2019 年。跨境电商货物量为欧美航线货运需求的核心支撑，我们对国际航线及欧美航线空运供需进行测算，考虑到美国于 2025 年 5 月 2 日起取消 800 美元以下跨境小包裹免征关税政策，将对中美跨境电商出口空运需求产生压制，但考虑到欧洲等其他区域需求加速增长，我们预计 2025-2026 年空运供需关系将走弱，但仍好于 2019 年，将对空运运价形成一定支撑。

图49：我国国际出港货运运力供需关系测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
供给端 (万吨)								
日均出港可载货物量	2.01	1.36	1.96	1.96	2.05	2.70	2.83	2.88
YOY		-32%	45%	0%	5%	32%	5%	2%
恢复率		68%	98%	97%	102%	134%	141%	143%
欧美	0.60	0.53	0.73	0.72	0.82	0.89	0.94	0.96
YOY		-12%	39%	-2%	14%	9%	5%	3%
恢复率		88%	123%	120%	137%	150%	156%	161%
需求端 (万吨)								
日均出港货物量	0.88	0.90	1.10	0.98	0.98	1.20	1.11	1.07
YOY		2%	22%	-11%	0%	22%	-8%	-4%
恢复率		102%	125%	110%	111%	136%	125%	121%
欧美	0.41	0.38	0.56	0.54	0.63	0.88	0.81	0.77
YOY		-6%	46%	-4%	17%	39%	-8%	-5%
恢复率		94%	137%	131%	154%	214%	197%	187%
供需差vs运价								
整体供需差		35%	-23%	-11%	-4%	-9%	-13%	-5%
欧美航线供需差		6%	7%	-2%	3%	30%	-12%	-8%
BAI80均值	2860	5167	6933	6843	4194	4665	-	-
BAI80-YOY		81%	34%	-1%	-39%	11%	-	-

资料来源：TAC, Wind, 民航局, 浙商证券研究所

图50：上海浦东出境航空货运指数 BAI80 变动趋势（截至 2025.12.22）



资料来源：TAC, 浙商证券研究所

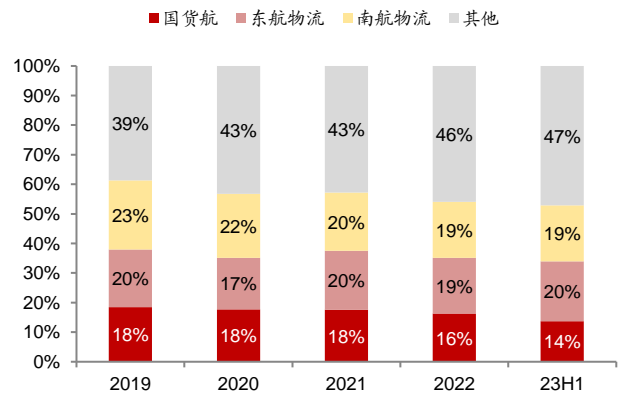
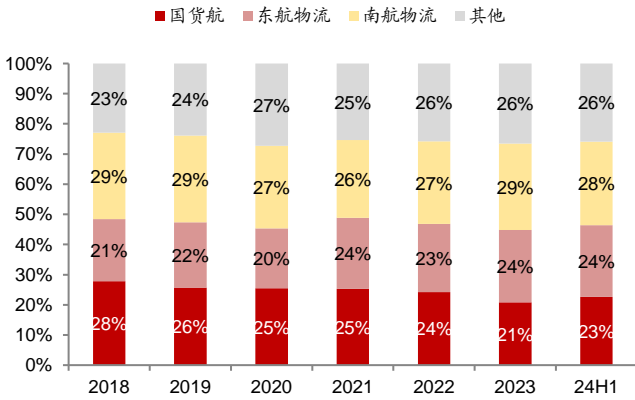
3 竞争格局：国货航 vs 东航物流 vs 南航物流

三大航空货运企业货邮周转量合计市场占比超 7 成，货邮运输量合计市场占比超 5 成，在国际航线上拥有更高的份额。在航空货运市场中，承运人主要包括三类：航空公司

(国航、南航、东航等)，快递物流企业（顺丰、圆通、邮政等）以及国际大型物流集成商（FedEx、UPS、DHL 等）。

图51：中国民航货邮周转量结构（口径：吨公里）

图52：中国民航货邮运输量结构（口径：吨）



资料来源：公司公告，Wind，民航局，浙商证券研究所

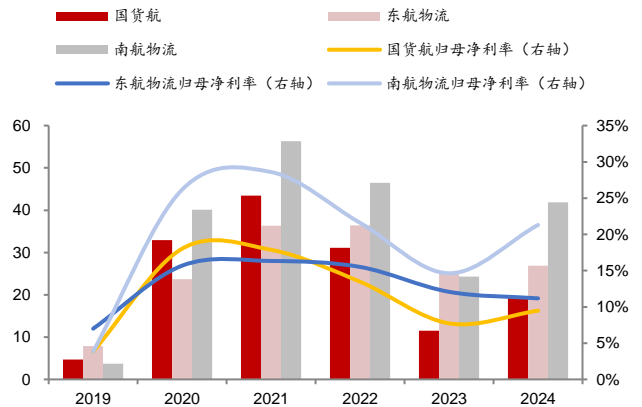
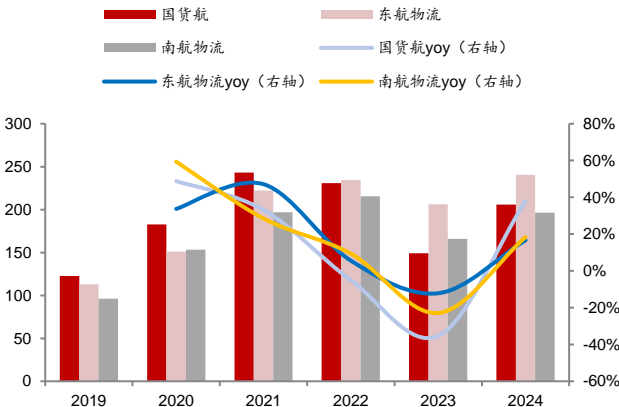
资料来源：公司公告，Wind，民航局，浙商证券研究所

国货航侧重“航空运输”业务，航空货运业务占比 7-8 成，在行业景气高点将显现高利润弹性，盈利规模随行业周期波动。而东航物流侧重“物流”业务，地面综合服务为压舱石，“地空”结合优势更突出。

- 盈利规模：**2024 年国货航、东航物流、南航物流营业收入分别为 206、241、197 亿元，归母净利润分别为 20、27、42 亿元，对应归母净利率为 9%、11%、21%。
- 业务结构：**2024 年，国货航航空货运业务收入占比 74%、综合物流解决方案业务占比 19%，东航物流航空货运业务收入占比 38%、综合物流解决方案业务占比 52%。2020-2021 年行业处于景气高点，空运运价处于高位，国货航、东航物流、南航物流归母净利率约 18%、16%、28%。
- 毛利率：**2024 年国货航、东航物流毛利率为 15.3%、19.4%，其中国货航全货机运输业务与地面综合服务业务毛利率不及东航物流，差异主要源于地面资源禀赋，东航物流坐拥全国吞吐量第一的上海浦东机场货站，空地资源结合更加高效。

图53：三大航空物流企业营业收入及同比（单位：亿元）

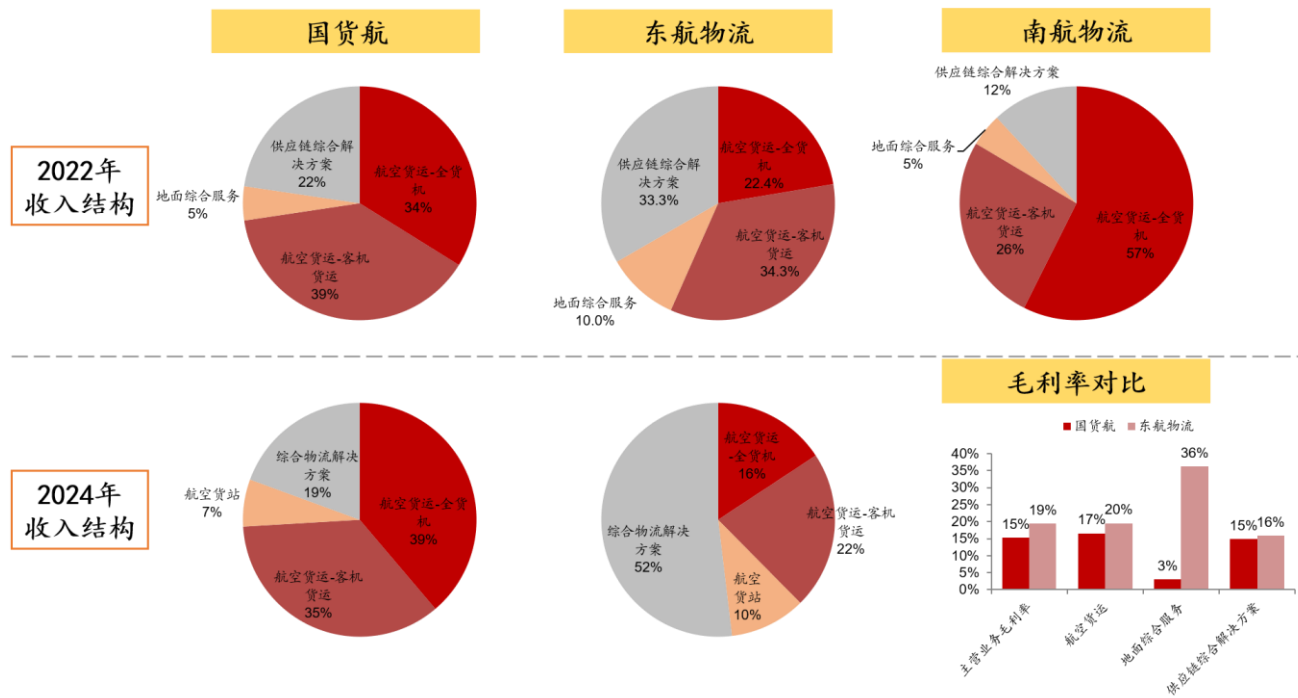
图54：三大航空物流企业归母净利润及利润率（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图55: 三大航空物流企业营业收入结构与毛利率对比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

运力规模: 国货航全货机规模领先、机型多元, 欧美航线客机辅舱运力规模领先。截至25年11月末, 国货航拥有全货宽体机23架, 包括13架B777、3架B747、7架A330; 南航物流、东航物流机队均为单一机型, 分别拥有19架、18架B777。

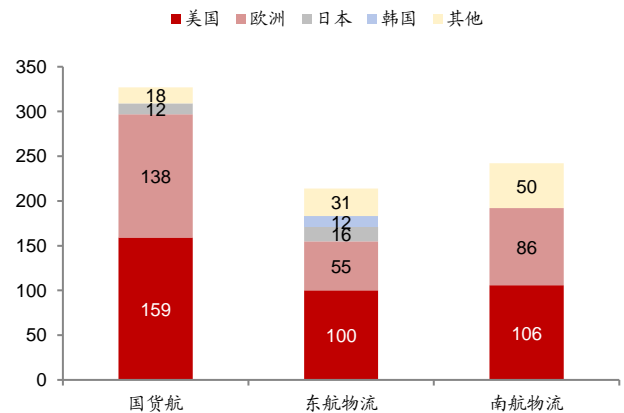
航网结构: 国货航、南航物流聚焦欧美, 东航物流更为多元。航空物流企业全货机执飞航班量中9成以上为国际航线, 25冬春航季, 国货航、东航物流、南航物流国际航线计划航班量分别为每周327、214、242班次, 其中欧美航线航班量分别占91%、72%、79%。

图56: 25年11月末三大航机队规模对比(单位: 架)

		国货航	东航物流	南航物流
全货机	合计	23	18	19
	B777	13	18	19
	B747	3	-	-
	A330	7	-	-
客机(辅舱)	合计	953	825	946
	其中: 宽体机	122	111	103

资料来源: 各公司公告, planespotters, 浙商证券研究所

图57: 25冬春航季国际航班分布(班次/周)

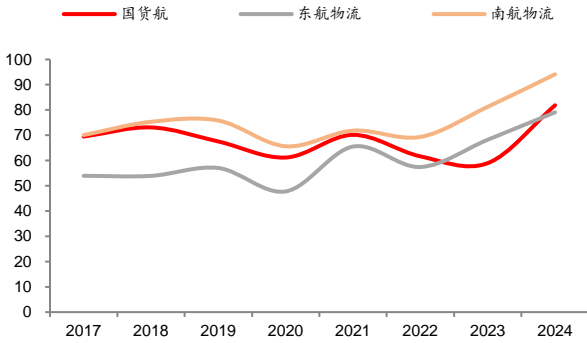


资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

国货航机队利用率稳步提升, 全货机载运率具有提升潜力。2022年三大航空物流企业货邮周转量占行业的74%。国货航全货机规模领先, 并且机队利用率持续提升, 2024年达

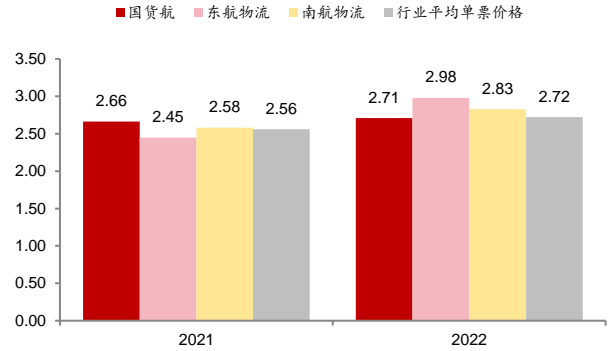
到 13 小时/日，较 2017 年提高约 50%。2024 年，国货航、东航物流全货机载运率分别为 73%、82%。

图 58: 三大航空物流企业货邮周转量 (单位: 亿吨公里)



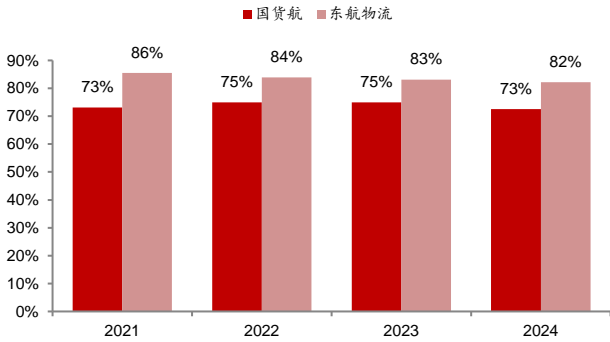
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 59: 三大航空物流企业航空货运业务运价 (元/吨公里)



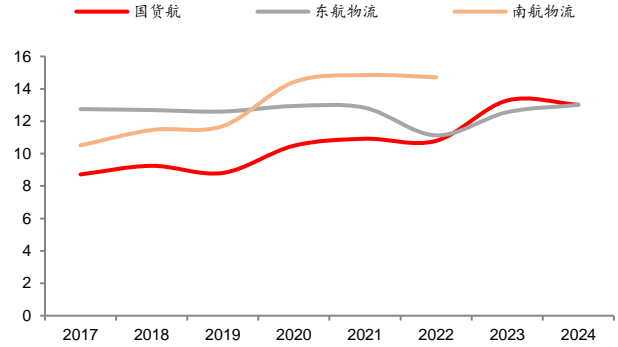
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 60: 国货航、东航物流全货机载运率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

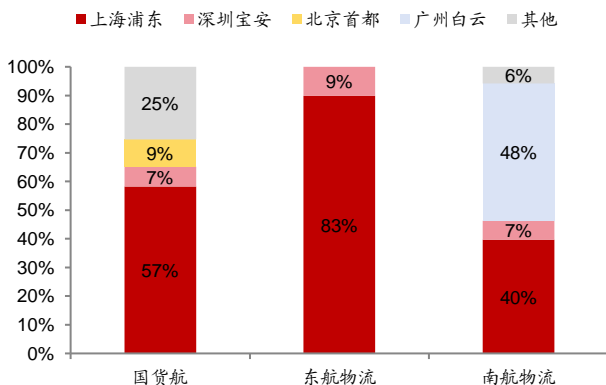
图 61: 三大航空物流企业全货机机队利用率 (小时/日)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

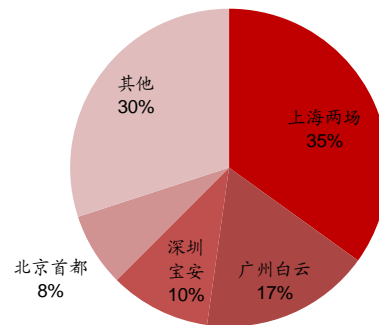
地面建设: 上海浦东机场是中国最大航空货运机场，东航物流在上海布局 7 座货站，空地资源结合优势相对更突出。25 冬春航季全货机执飞国际航线出港航班机场分布上，国货航、东航物流、南航物流从上海浦东机场出发的航班占比 57%、83%、40%。在地面航空货站建设上，国货航在北京、成都、重庆、天津、杭州拥有 6 个航空货站，东航物流在上海等 11 地拥有 17 座自营货站，南航物流在广州、深圳等 13 座城市拥有自营货站。

图 62: 25 冬春航季国际航线出港航班量机场分布



资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

图 63: 24 年上海两场国际航线货邮吞吐量在全国机场中占 35%

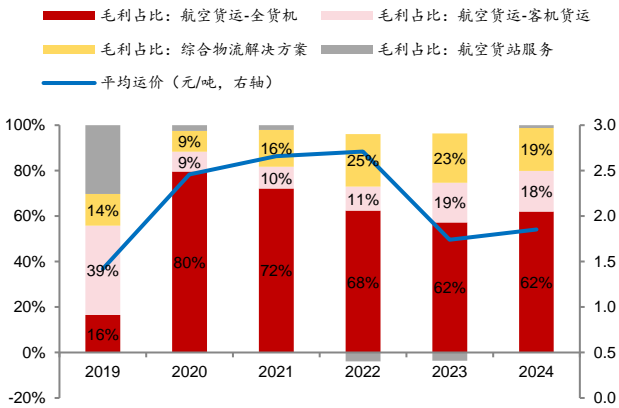


资料来源: Wind, 民航局, 公司公告, 浙商证券研究所

4 跨境电商需求方兴未艾，景气周期显现高弹性

高弹性的航空货运业务 2024 年贡献近 8 成毛利，利润弹性取决于空运运价，运价周期由供需周期决定。2019-2024 年，受益于供需失衡驱动运价提高，公司航空货运业务平均运价在 1.42-2.71 元/吨之间波动，驱动该业务毛利润在 5.5-50.8 亿元之间波动，其中全货机运输业务弹性更大、客机货运业务毛利率相对平稳。我们基于 2024 年末数据测算，假设全货机运输运价较 2024 年平均运价（BAI80 平均值为 4665）上涨（或下跌）10%，对应公司归母净利润增加（或减少）约 6 亿元。

图 64：国货航毛利润结构与航空货运平均运价



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

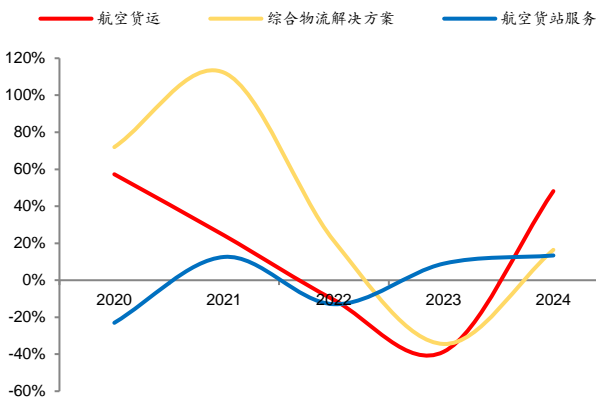
图 65：国货航全货机运输业务运价弹性测算

单位运价波动 (较24年均值)	全货机运输平均运价 (元/吨)	增量归母净利润 (相比24年, 亿元)
-20%	1.84	-11.9
-10%	2.07	-6.0
0%	2.30	0.0
10%	2.53	6.0
20%	2.76	11.9

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

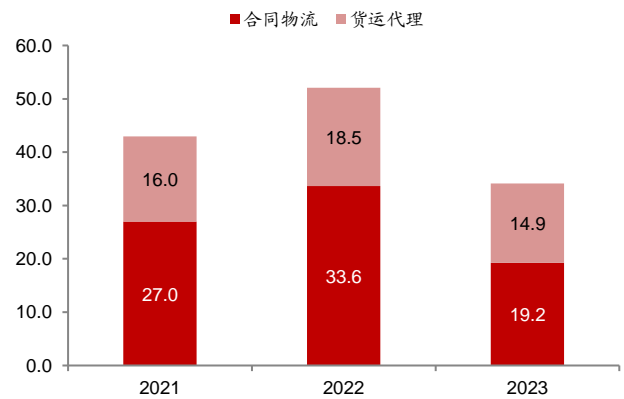
定位高端产品物流需求，打造“采运销一体”的“电子商务+物流”综合物流解决方案。公司专注电子通讯物流、医药冷链物流、航材、贵危特种货物物流等需求，重点发展合同物流、货运代理等综合物流解决服务，以航空运输为核心环节，并向生产商、末端配送两端延伸，为客户增加航空货运业务两端外的增值服务。2024 年公司综合物流解决方案业务营业收入约 40 亿元，同比+16%，占主营业务收入的 19%。

图 66：国货航三大核心业务营业收入同比增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 67：国货航综合物流解决方案业务收入结构（亿元）

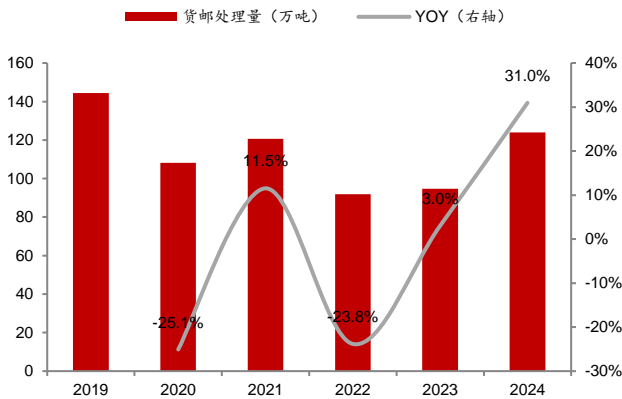


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

航空货站业务跟随所在机场货邮吞吐量稳健增长，公司积极谋划推进广深货站的规划建设。国货航在北京、成都、重庆、天津和杭州五地拥有 6 个航空货站，为多家航空公司提供包括航空货物仓储、库区操作、站坪保障、报关、和海关监管仓库在内的货物地面处

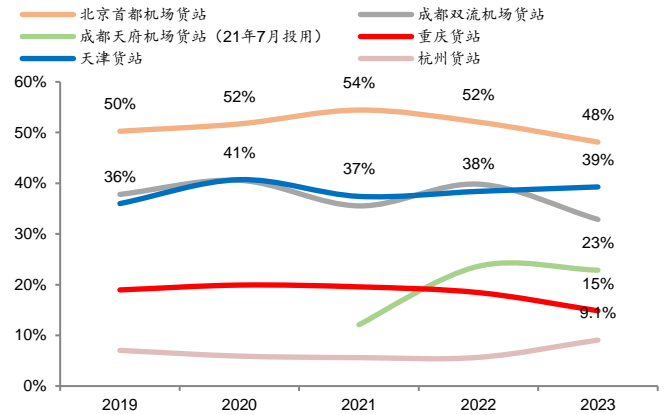
理服务。2024年公司货邮处理总量124万吨，同比+31%，实现航空货站服务收入约13亿元，同比+13%，毛利率3%，对应处理单价1078元/吨，同比-13%。

图68: 国货航航空货站业务货邮处理量及同比



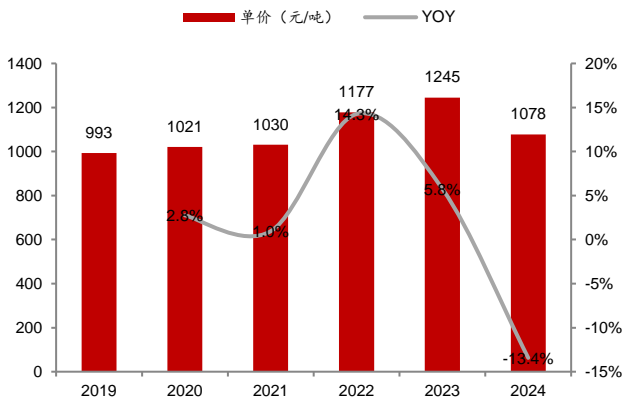
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图69: 国货航在六大货站的货物处理量份额



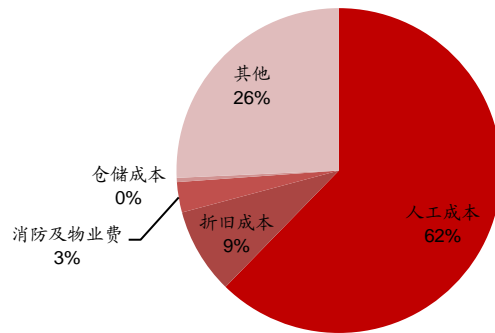
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图70: 国货航航空货站业务处理单价及同比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图71: 2024年国货航航空货站业务营业成本结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

我们预计公司2025-2027年营业收入分别为229.5、249.2、268.9亿元，同比分别+12%、+9%、+8%，归母净利润分别为25.65、27.07、29.00亿元，同比分别+31%、+6%、+7%。

表5: 国货航 2025-2027 年盈利预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20584	22952	24917	26887
YOY	38%	12%	9%	8%
1、航空货运业务 (百万元)	15174	16907	18201	19481
YOY	48%	11%	8%	7%
货邮运输周转量 (亿吨公里)	82	97	107	114
YOY	39%	18%	11%	6%
单位运价 (元)	2	2	2	2
YOY	7%	-6%	-3%	1%
2、航空货站业务 (百万元)	1337	1572	1796	1995
YOY	13%	18%	14%	11%
3、综合物流解决方案 (百万元)	3975	4373	4810	5291
YOY	16%	10%	10%	10%
毛利率	16%	17%	17%	17%
归母净利润 (百万元)	1953	2565	2707	2900
YOY	69%	31%	6%	7%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

当前市值对应 PE 估值分别为 28x、27x、25x，由于公司为次新股，估值高于可比公司亦为市场普遍现象。我们看好公司作为国内航空物流龙头的增长潜力，首次覆盖，给予“增持”评级。

表6: 可比公司估值表 (以 2025/12/31 收盘价计算)

可比公司	证券代码	市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
东航物流	601156.SH	292	1.49	1.70	1.87	12.4	10.8	9.8
华贸物流	603128.SH	80	0.34	0.39	0.43	17.9	15.6	14.2
中国外运	601598.SH	435	0.52	0.58	0.59	11.7	10.4	10.3
平均						14.0	12.3	11.4
国货航	001391.SZ	723	0.21	0.22	0.24	28.2	26.7	24.9

资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 注: 华贸物流盈利预测来自 Wind 一致预测, 其余来自浙商证券预测。

6 风险提示

(1) **全球政治经济环境变化风险:** 公司国际航空货运运力规模较大, 若全球政治经济环境产生较大变化, 可能导致全球货物贸易格局发生明显改变, 进而影响公司经营。

(2) **量价不及预期风险:** 若运量、运价下行, 将直接影响公司营业收入。

(3) **航油价格波动风险:** 航油成本是公司重要成本项, 若国际油价大幅波动, 将对公司营业成本、经营业绩产生直接影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9366	13017	14611	17353
现金	5998	9296	10286	12940
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2820	3240	3805	3862
其它应收款	143	168	196	198
预付账款	25	30	29	33
存货	5	5	6	6
其他	376	277	289	314
非流动资产	18253	20244	21413	21561
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	28	27	27	27
固定资产	11953	14100	15685	16323
无形资产	418	396	375	352
在建工程	4937	4749	4359	3888
其他	918	971	968	972
资产总计	27618	33261	36024	38914
流动负债	2916	5575	5633	5621
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1775	2056	2426	2445
预收账款	5	2	3	4
其他	1136	3517	3203	3172
非流动负债	92	311	309	309
长期借款	0	0	0	0
其他	92	311	309	309
负债合计	3009	5886	5942	5930
少数股东权益	6	8	9	11
归属母公司股东权	24604	27367	30073	32973
负债和股东权益	27618	33261	36024	38914

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20584	22952	24917	26887
营业成本	17361	18979	20704	22380
营业税金及附加	74	81	92	97
营业费用	385	390	424	457
管理费用	407	413	449	484
研发费用	14	16	17	19
财务费用	(42)	(80)	(117)	(144)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2	8	4	5
其他经营收益	206	255	252	263
营业利润	2593	3416	3605	3863
营业外收支	6	6	6	6
利润总额	2598	3422	3611	3869
所得税	645	855	903	967
净利润	1954	2566	2708	2902
少数股东损益	0	2	2	1
归属母公司净利润	1953	2565	2707	2900
EBITDA	3624	4197	4526	4887
EPS (最新摊薄)	0.16	0.21	0.22	0.24

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	37.97%	11.50%	8.56%	7.91%
营业利润	65.65%	31.76%	5.53%	7.15%
归属母公司净利润	69.34%	31.31%	5.53%	7.15%
获利能力				
毛利率	15.66%	17.31%	16.91%	16.76%
净利率	9.49%	11.18%	10.87%	10.79%
ROE	8.82%	9.87%	9.42%	9.20%
ROIC	7.58%	8.27%	8.05%	7.88%
偿债能力				
资产负债率	10.89%	17.70%	16.49%	15.24%
净负债比率	6.66%	41.27%	33.66%	33.73%
流动比率	3.21	2.33	2.59	3.09
速动比率	3.21	2.33	2.59	3.09
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.75	0.72	0.72
应收账款周转率	7.48	7.58	7.07	7.01
应付账款周转率	9.61	9.91	9.24	9.19
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.21	0.22	0.24
每股经营现金	0.26	0.30	0.29	0.31
每股净资产	2.05	2.24	2.46	2.70
估值比率				
P/E	37.00	28.18	26.70	24.92
P/B	2.89	2.64	2.40	2.19
EV/EBITDA	28.95	15.66	14.21	12.61

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3115	3614	3520	3829
净利润	1954	2566	2708	2902
折旧摊销	1115	880	1052	1183
财务费用	(42)	(80)	(117)	(144)
投资损失	(2)	(8)	(4)	(5)
营运资金变动	(350)	87	(119)	(101)
其它	441	168	(0)	(5)
投资活动现金流	(5516)	(2825)	(2215)	(1320)
资本支出	(4146)	(2800)	(2200)	(1300)
长期投资	6	(8)	3	1
其他	(1376)	(17)	(18)	(21)
筹资活动现金流	2754	2510	(314)	145
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	2754	2510	(314)	145
现金净增加额	354	3298	991	2654

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>