



东航物流 (601156.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

供给低增，AI 货种打开需求空间

投资逻辑

公司航空物流资源稀缺，全货运机队 B777F。公司以 20 架 B777F 全货机、833 架东航客机腹舱和 17 个自营货站形成覆盖 145 个国家和地区的航空物流网络，公司预计 2027 年初全货机机队增至 23 架。2026 年上半年公司营业收入 142.53 亿元，同比增长 26.62%；归母净利润 14.18 亿元，同比增长 10.05%。

全球宽体货机有效供给低增。根据 Planespotters，全球大型宽体专用货机在册 695 架、活跃 637 架，其中 B747-400F/BCF 活跃机队平均机龄 25.7 年、MD-11F 机队平均机龄 32.0 年；根据 FAA 2026 年 9 月 15 日批复，最多 35 架 B777F 可在 2028 年 1 月 1 日至 2031 年 1 月 1 日期间获得首次适航证；根据波音与 Cargofacts，B777-8F 首架交付推迟至 2029 年；空客预计，A350F 目标 2027 年下半年首交。我们按 B747-400F/BCF 机龄 30 年退役线与 FedEx MD-11F 退役计划测算，2026—2030 年大型宽体货机毛交付 215 架、退出 135 架、FedEx MD-11F 复飞 8 架，净增 88 架，有效供给年复合增长 2.6%；根据波音预测，全球航空货运量长期年均增速为 4.0%，供需增速差 1.4 个百分点。

AI 高价值货种接力电商小包，成为空运需求新的景气高增长点。根据 IATA，2025 年 AI 相关货物以 7% 的航空货量贡献 53.5% 的航空贸易额；2026 年上半年全球航空货运周转量同比增长 4.9%，亚洲—北美航线 6 月、7 月分别增长 14.7%、9.2%。我们测算 2026 年 AI 基础设施相关空运需求约 30 万吨，较 2025 年新增约 13 万吨，对亚洲—北美航线货量的静态拉动约 1.8%。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2026/2027/2028 年公司实现营业收入 317.39/343.11/355.73 亿元，同比+30.80%/+8.11%/+3.68%，归母净利润 28.73/33.22/36.20 亿元，同比+6.89%/+15.60%/+8.98%，对应 EPS 为 1.81/2.09/2.28 元。公司全货机与浦东货站资源稀缺，全球宽体货机有效供给增速低于需求端。我们假设 2026—2028 年分红率维持 40%，对应股息率 4.0%/4.6%/5.0%。参考可比公司 2026 年平均 12.8 倍 PE，给予 2026 年 12 倍 PE，目标价 21.72 元，维持“买入”评级。

风险提示

国际运价下行；航油价格上行；电商政策变化与 AI 硬件贸易不及预期；腹舱恢复与新机供给加速；资本开支超预期；股东减持；汇率波动等风险。

交通运输组

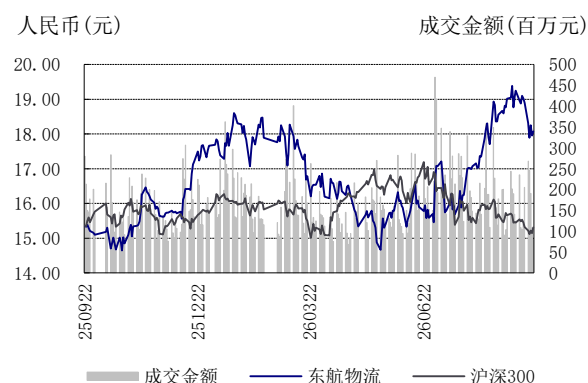
分析师：李丹（执业 S1130526040004）

lidan6@gjzq.com.cn

市价（人民币）：18.08 元

相关报告：

- 1.《东航物流 26H1 点评：Q2 业绩增长 13%，高油价经营韧性突出》，2026.8.31
- 2.《东航物流公司点评：Q1 营收同比增长 19%，航空速运收入表现亮眼...》，2026.4.30
- 3.《东航物流公司点评：受关税政策冲击 Q3 业绩小幅回落》，2025.10.31



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24056	24264	31739	34311	35573
营业收入增长率	16.66%	0.87%	30.80%	8.11%	3.68%
归母净利润(百万元)	2688	2688	2873	3322	3620
归母净利润增长率	8.01%	0.02%	6.89%	15.60%	8.98%
摊薄每股收益(元)	1.693	1.693	1.810	2.092	2.280
每股经营性现金流净额	2.34	3.91	3.43	4.12	4.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.35%	13.61%	13.38%	14.16%	14.12%
P/E	9.97	10.87	9.99	8.64	7.93
P/B	1.53	1.48	1.34	1.22	1.12

来源：公司公告、国金证券研究所



内容目录

1 公司概况：混改上市，统一 B777F 机队，三大业务一体化经营	5
1.1 发展历程与股权结构	5
1.2 业务结构：航空速运、地面综合服务与综合物流	5
1.3 财务概览：收入、利润、现金流与分红	6
2 经营分析：机队、量价效率与分部利润	7
2.1 机队与运力网络：20 架 B777F 与 833 架客机，覆盖 145 个国家和地区	7
2.2 运量与运营效率：飞机引进加速，货量高增但载运率承压	7
2.3 单位收入与运价指数：单位收入与 BAI80 正相关	8
2.4 分部经营：航空速运、地面综合服务与综合物流	9
3 空运需求：出口、电商小包与 AI 高价值货种三轮接力	12
3.1 全球航空货运量价与三轮需求接力	12
3.2 货种结构：电商小包回落，AI 高价值货种接棒	13
3.3 中国与亚洲出口货流：亚太出口货流高增	14
3.4 AI 新增货量对亚洲—北美航线的拉动测算	15
4 空运供给：大型宽体货机退出与新机交付	16
4.1 存量机队与机龄结构：B777F 是主力机型，大型宽体机老旧比例较高	16
4.2 老旧机型退出：测算 26-30 累计退出 135 架大型宽体货机	17
4.3 新机型交付：A350F 与 B777-8F	17
4.4 交付、退出与净增：测算毛交付 215 架，退出 135 架、复飞 8 架	18
5 盈利预测与投资建议	20
5.1 量价敏感性测算	20
5.2 盈利预测：分业务拆分与关键假设	21
5.3 估值与投资建议	23
6 风险提示	24

图表目录

图表 1：公司发展里程碑	5
图表 2：股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）	5
图表 3：三大业务与资源协同	6
图表 4：营业收入及同比	6
图表 5：归母净利润及同比	6
图表 6：经营活动现金流净额及同比	7



图表 7: 加权平均 ROE 与现金分红率	7
图表 8: 全货机机队规模及同比	7
图表 9: 平均可用全货机及同比	7
图表 10: 三级运力网络	7
图表 11: 货邮运输总周转量及同比	8
图表 12: 货邮运输量及同比	8
图表 13: 全货机日利用率及同比	8
图表 14: 全货机载运率、客机腹舱载运率及同比变动	8
图表 15: TAC 空运指数年均值	9
图表 16: 公司单位收入与 BAI80 (2021=100)	9
图表 17: 三大业务收入 (2021—2026H1)	9
图表 18: 三大业务毛利润 (2021—2026H1)	9
图表 19: 航空速运收入、毛利润与毛利率 (2021—2026H1)	10
图表 20: 航空速运归母净利润及占比	10
图表 21: 单机归母净利润与可用全货机	10
图表 22: 地服收入及同比	11
图表 23: 地服毛利润与毛利率	11
图表 24: 地服货邮处理量及同比	11
图表 25: 地服单位处理收入及同比	11
图表 26: 综合物流收入及同比	11
图表 27: 综合物流毛利润及毛利率	11
图表 28: 综合物流分产品货量	12
图表 29: 综合物流收入结构	12
图表 30: BAI80 上海浦东出境指数年均值及同比	12
图表 31: BAI100 全球指数年均值及同比	12
图表 32: 全球航空货运周转量及同比 (2020—2026H1)	13
图表 33: 全球航空货运载运率及同比变动 (2020—2025)	13
图表 34: AI 高价值货种量化指标 (2025 年)	13
图表 35: AI 货物类别、运输属性与公司业务映射	14
图表 36: 中国国际航线货邮运输量及同比	14
图表 37: 中国航空出口分市场货量 (2024—2025)	14
图表 38: 中国航空出口分市场占比与增速 (2025 年出口总量 586.61 万吨、同比+13.4%)	14
图表 39: 中国香港地区、中国台湾地区、韩国、日本核心机场进出港货量 (2025 年)	15
图表 40: 全球货量、航线份额与 AI 新增需求的量化测算	15
图表 41: 2026E AI 相关空运吨位拆分	16



图表 42: AI 相关空运吨位 (2024A—2026E)	16
图表 43: 分状态机队规模与平均机龄	16
图表 44: 大型宽体货机机型架数 (695 架)	17
图表 45: 大型宽体货机机龄分布 (695 架)	17
图表 46: 高龄机型活跃与停场架数	17
图表 47: 大型宽体货机年度退出测算 (2026—2030E)	17
图表 48: 新一代大型宽体货机交付节奏 (2026—2030E)	18
图表 49: 大型宽体货机订单与交付测算	18
图表 50: 大型宽体货机年度毛交付构成 (2025A—2030E)	19
图表 51: 年度毛交付、退出、复飞与净增 (2026—2030E)	19
图表 52: 大型宽体货机交付、退出、复飞与净增汇总 (2026—2030E)	19
图表 53: 供需增速差敏感性 (2026—2030E 年复合增速)	20
图表 54: yield 提升对归母净利润的敏感性 (以 2025 年全货机收入 65.40 亿元为基数)	20
图表 55: 载运率提升对归母净利润的敏感性 (以 2025 年载运率 79.32%为基数)	20
图表 56: yield×载运率归母净利润情景矩阵 (亿元)	21
图表 57: 核心经营假设 (2024A—2028E)	22
图表 58: 分业务收入、成本与毛利率 (2024A—2028E)	22
图表 59: 利润表主要科目与分红假设 (2025A—2028E)	23
图表 60: 可比公司估值比较	24



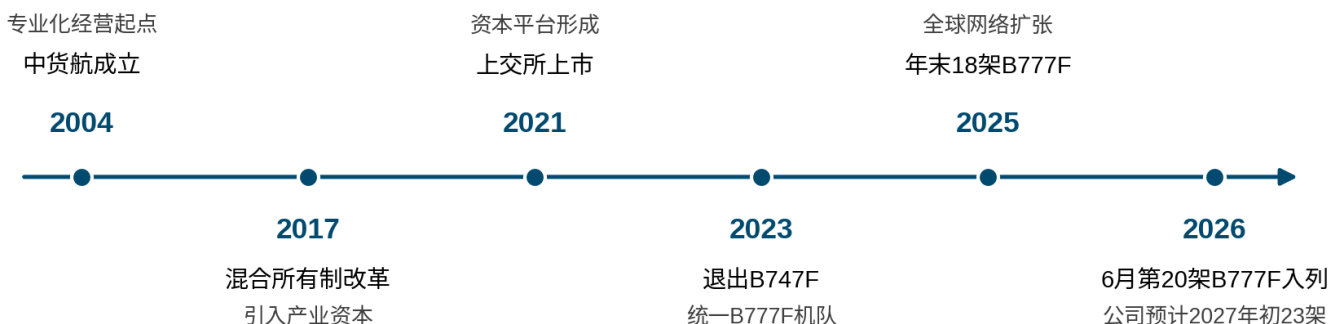
1 公司概况：混改上市，统一 B777F 机队，三大业务一体化经营

1.1 发展历程与股权结构

公司由东航集团货运物流资源整合而来。中货航于 1998 年成立，2004 年成立东航物流有限公司；公司 2017 年完成混合所有制改革并引入产业资本，2021 年在上交所上市。机队方面，公司 2023 年完成 B747F 退出，全货机机队统一为 B777F 单一机型；2025 年末机队 18 架。截至 2026 年 6 月 30 日，公司拥有 20 架 B777F 全货机，平均机龄 4.3 年。公司预计 2027 年初机队规模增至 23 架。

股权结构方面，截至 2026 年 6 月 30 日，东航集团持股 40.50%，为控股股东；中国物流资本持股 11.29%，为第二大股东，其受让联想控股所持股份已于 2026 年 4 月 30 日完成过户；中邮人寿与天津睿远各持股 5.00%；其他股东合计持股 38.21%。

图表1：公司发展里程碑



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 业务结构：航空速运、地面综合服务与综合物流

公司业务分为航空速运、地面综合服务和综合物流三大板块。航空速运以 B777F 全货机和东航客机腹舱提供干线运力；地面综合服务通过 17 个自营货站承担枢纽机场的货物操作与时效保障；综合物流面向跨境电商、产地直达和定制化解决方案客户，把舱位和货站能力延伸至客户供应链。三大业务分别对应运力收益、货站现金流与方案溢价，在装载率、单位收益、现金流与客户黏性上相互衔接。



图表3：三大业务与资源协同



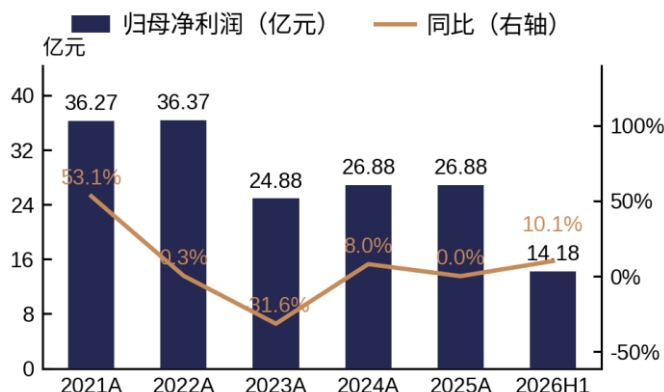
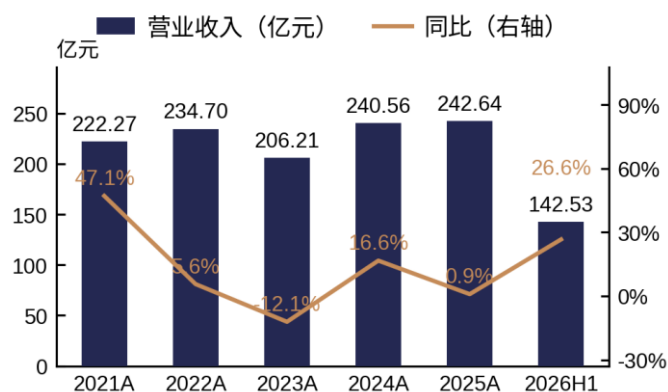
资料来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 财务概览：收入、利润、现金流与分红

2021—2025 年公司营业收入分别为 222.27/234.70/206.21/240.56/242.64 亿元，归母净利润分别为 36.27/36.37/24.88/26.88/26.88 亿元。2021—2022 年国际运价处于高位，收入与利润同步增长；2023 年国际运价回落，营业收入同比下降 12.14%，归母净利润同比下降 31.58%；2024—2025 年归母净利润稳定在 26.88 亿元。2026 年上半年营业收入 142.53 亿元，同比增长 26.62%；归母净利润 14.18 亿元，同比增长 10.05%；扣非归母净利润 12.52 亿元，同比增长 8.31%。

图表4：营业收入及同比

图表5：归母净利润及同比



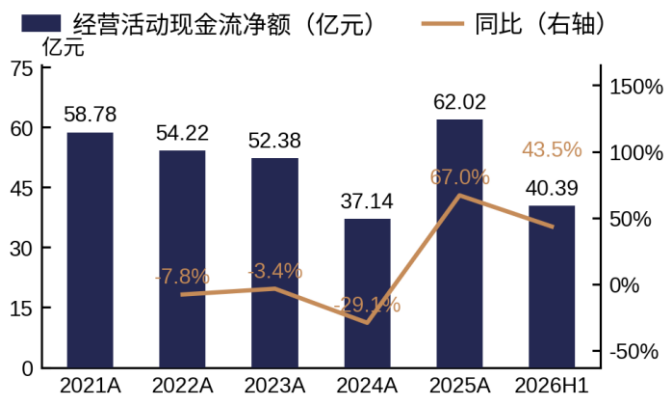
资料来源：公司公告，国金证券研究所

资料来源：公司公告，国金证券研究所

2021—2025 年经营活动现金流净额分别为 58.78/54.22/52.38/37.14/62.02 亿元，连续五年高于同期归母净利润；2025 年经营活动现金流净额为归母净利润的 2.31 倍；2026 年上半年为 40.39 亿元，同比增长 43.48%。加权平均 ROE 由 2021 年的 45.53% 回落至 2025 年的 14.43%，2026 年上半年为 6.95%。现金分红率 2021—2025 年分别为 30.20%/15.28%/0%/40%/40%；2025 年度每 10 股派发现金红利 6.77 元，合计 10.75 亿元，已于 2026 年 7 月实施。

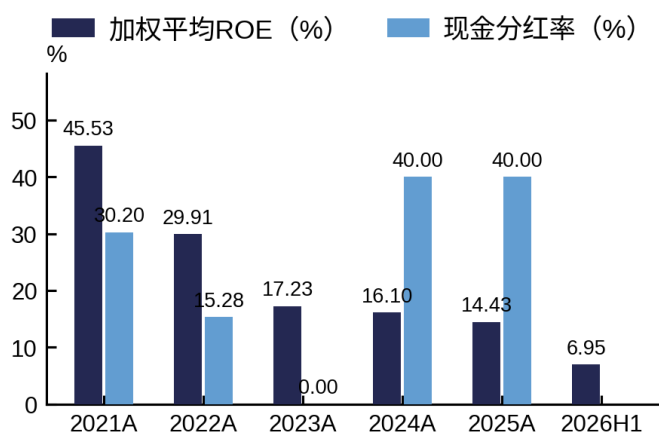


图表6：经营活动现金流净额及同比



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：加权平均ROE与现金分红率



资料来源：公司公告，国金证券研究所

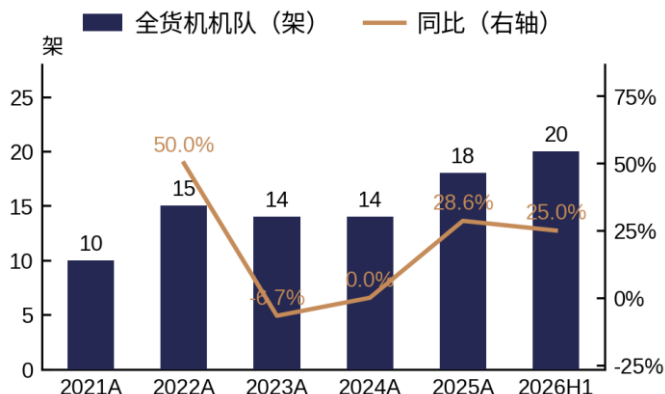
2 经营分析：机队、量价效率与分部利润

2.1 机队与运力网络：20架 B777F 与 833 架客机，覆盖 145 个国家和地区

2021 年上市当年公司平均在册全货机 10 架，2022 年 15 架，2023 年退出 B747F 后为 14 架，2025 年末 18 架，2026 年一季度末 19 架，2026 年 6 月增至 20 架，较上市时增加 10 架，机型统一为 B777 F。平均可用全货机 2021—2025 年分别为 10.00/11.68/14.45/14.00/15.91 架，2026 年上半年 18.87 架，同比增加 4.49 架。

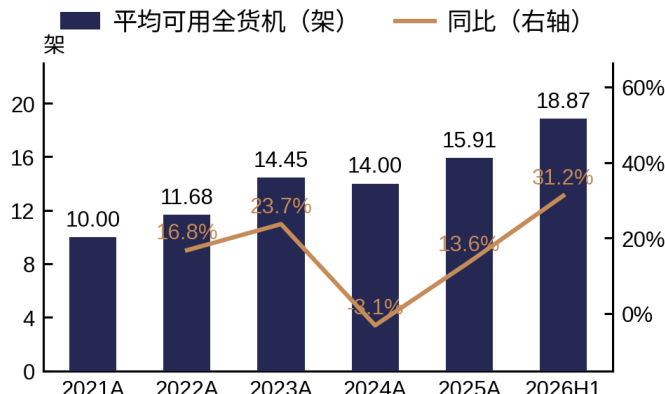
公司运力由三层构成：B777F 全货机承担洲际干线；833 架东航客机腹舱覆盖高频次、长尾航点；外部包机与联运运力用于旺季和临时需求的弹性补充。网络覆盖 145 个国家和地区、945 个目的地。

图表8：全货机机队规模及同比



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图表9：平均可用全货机及同比



资料来源：公司公告，国金证券研究所

图表10：三级运力网络

运力层级	规模	承担角色	特征
B777F 全货机	20 架	洲际干线	高载荷、高确定性
东航客机腹舱	833 架	高频次、长尾航点	补充干线未覆盖的航点
外部运力	按需	包机、联运与弹性补充	旺季与临时需求的弹性扩容

资料来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 运量与运营效率：飞机引进加速，货量高增但载运率承压

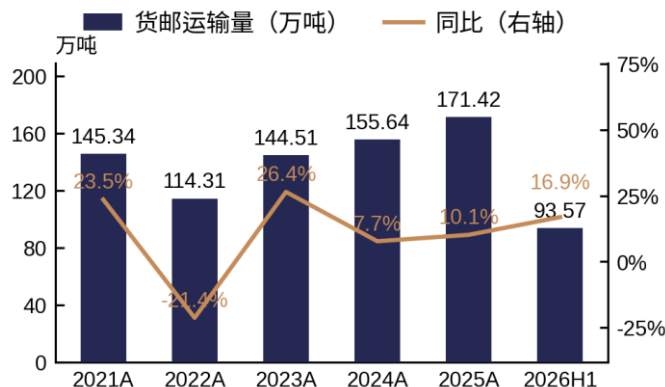
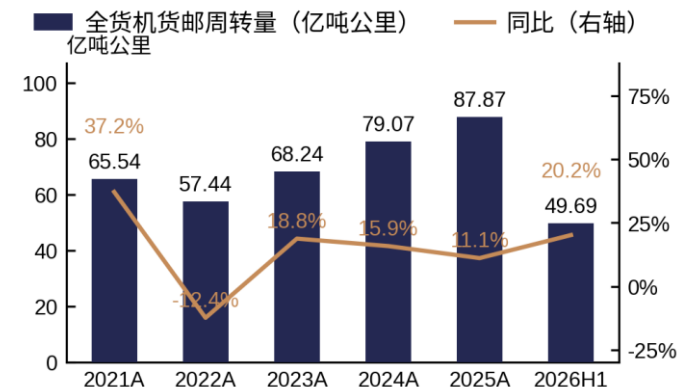
2021—2025 年货邮运输总周转量（客货机合计）分别为 65.54/57.44/68.24/79.07/87.87



亿吨公里，货邮运输量分别为 145.34/114.31/144.51/155.64/171.42 万吨；2025 年货邮周转量同比增长 11.13%，货邮运输量同比增长 10.14%。2026 年上半年货邮周转量 49.69 亿吨公里，同比增长 20.20%；货邮运输量 93.57 万吨，同比增长 16.85%，增长主要来自 B777F 运力投放和网络扩张。

图表11：货邮运输总周转量及同比

图表12：货邮运输量及同比



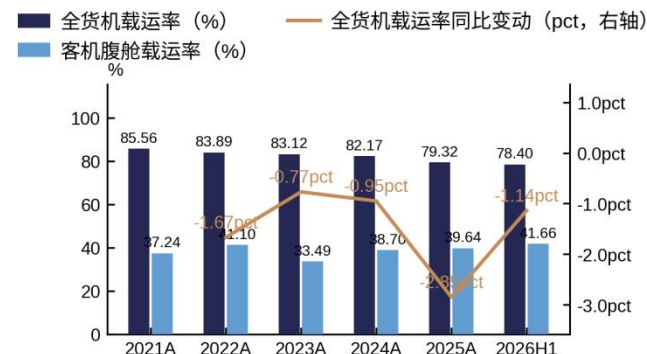
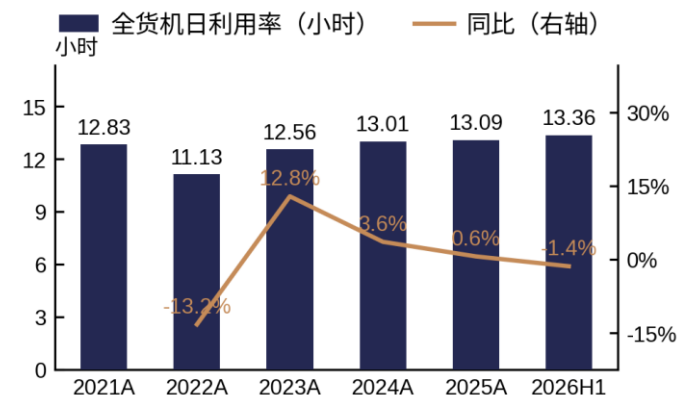
资料来源：公司公告，国金证券研究所

资料来源：公司公告，国金证券研究所

全货机日利用率 2021—2025 年分别为 12.83/11.13/12.56/13.01/13.09 小时，2026 年上半年 13.36 小时，同比下降 1.40%。全货机载运率 2021—2025 年分别为 85.56%/83.89%/83.12%/82.17%/79.32%，2026 年上半年 78.40%，同比下降 1.14 个百分点；客机腹舱载运率 2025 年为 39.64%，2026 年上半年 41.66%，同比上升 4.66 个百分点。

图表13：全货机日利用率及同比

图表14：全货机载运率、客机腹舱载运率及同比变动



资料来源：公司公告，国金证券研究所

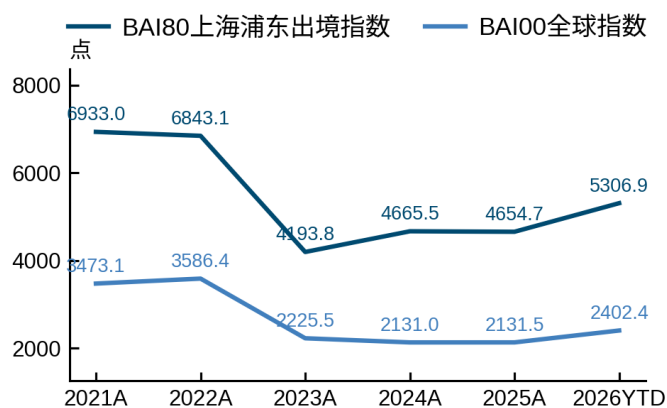
资料来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 单位收入与运价指数：单位收入与 BAI80 正相关

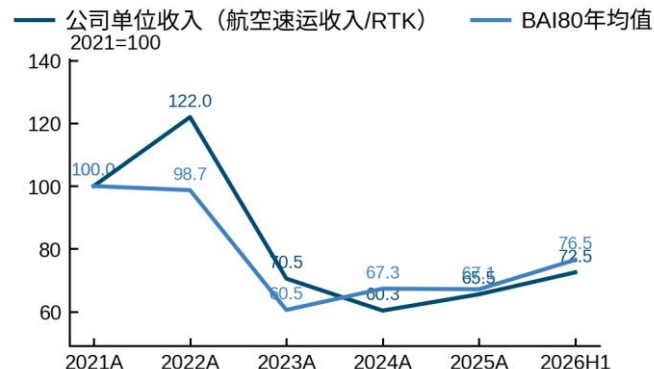
根据 TAC Index，BAI80 上海浦东空运出境指数年均值 2021—2025 年分别为 6933/6843/4194/4666/4655 点，2026 年截至 8 月的年内均值为 5307 点，较上年同周上涨 17.5%；BAI00 全球指数年均值 2021—2025 年分别为 3473.1/3586.4/2225.5/2131.0/2131.5 点，2026 年截至 8 月为 2402.4 点。公司单位收入（=航空速运收入/货邮运输总周转量）以 2021 年为 100，2022—2025 年分别为 122.0/70.5/60.3/65.5，2026 年上半年为 72.5；同期 BAI80 年均值指数为 98.7/60.5/67.3/67.1，2026 年 1—8 月均值为 76.5，两者走势基本一致。单位收入同时受腹舱和业务结构影响。



图表15: TAC 空运指数年均值



图表16: 公司单位收入与BAI80 (2021=100)



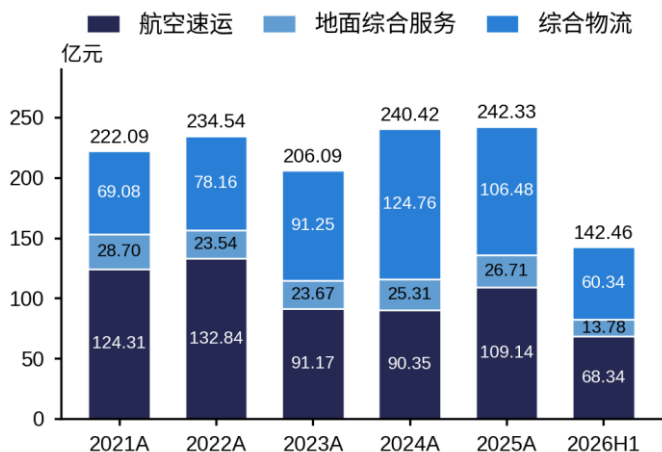
资料来源: TAC Index、Baltic Exchange, 国金证券研究所

资料来源: 公司公告、TAC Index, 国金证券研究所

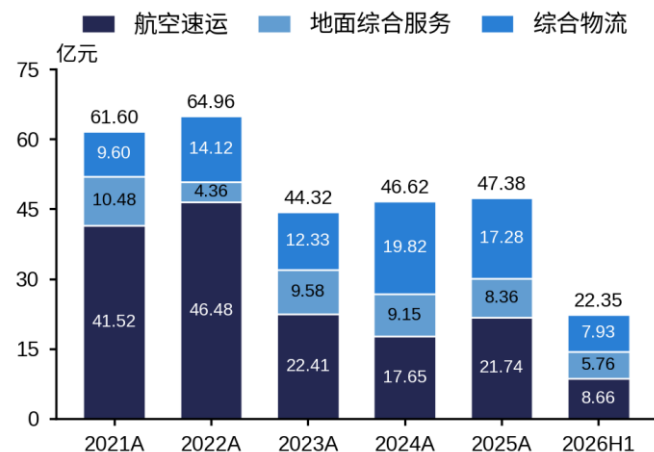
2.4 分部经营: 航空速运、地面综合服务与综合物流

2025 年三大业务合计毛利润 47.38 亿元, 其中航空速运 21.74 亿元, 占 45.9%; 综合物流 17.28 亿元, 占 36.5%; 地面综合服务 8.36 亿元, 占 17.6%。2021—2025 年, 航空速运毛利润由 41.52 亿元升至 2022 年的 46.48 亿元, 2024 年降至 17.65 亿元, 2025 年回升至 21.74 亿元; 地面综合服务毛利润 2023—2025 年在 8.36—9.58 亿元之间; 综合物流毛利润由 9.60 亿元增至 2024 年的 19.82 亿元, 2025 年为 17.28 亿元。2026 年上半年三大业务收入分别为 68.34/13.78/60.34 亿元, 毛利润分别为 8.66/5.76/7.93 亿元。三大业务收入合计为主营业务收入 (2025 年 242.33 亿元), 与营业收入 242.64 亿元的差额为其他业务收入。

图表17: 三大业务收入 (2021—2026H1)



图表18: 三大业务毛利润 (2021—2026H1)



资料来源: 公司公告, 国金证券研究所

资料来源: 公司公告, 国金证券研究所

航空速运: 2025 年收入 109.14 亿元, 同比增长 20.79%; 毛利润 21.74 亿元, 同比增长 23.15%; 毛利率 19.92%, 较 2024 年提升 0.38 个百分点, 低于 2021—2022 年 33.40%、34.99% 的水平。2026 年上半年收入 68.34 亿元, 同比增长 45.34%; 营业成本 59.68 亿元, 同比增长 56.51%; 毛利率 12.68%, 同比下降 6.23 个百分点。按三大业务毛利润占比分配公司归母净利润, 航空速运归母贡献由 2024 年的 10.18 亿元升至 2025 年的 12.33 亿元, 占公司归母净利润的 45.9%, 2026 年上半年为 5.49 亿元、占 38.7%; 按平均可用全货机计算, 2025 年单机归母贡献 0.77 亿元, 2021—2022 年分别为 2.45 亿元、2.23 亿元。

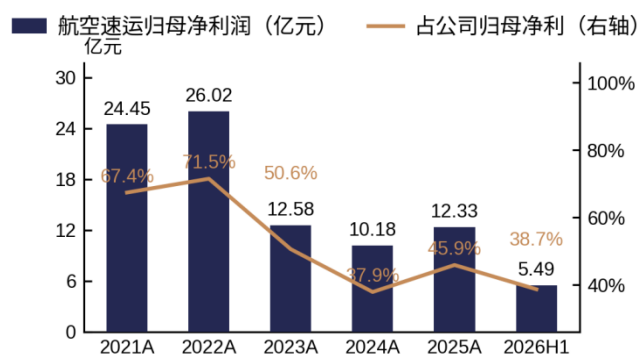


图表19：航空速运收入、毛利润与毛利率（2021—2026H1）

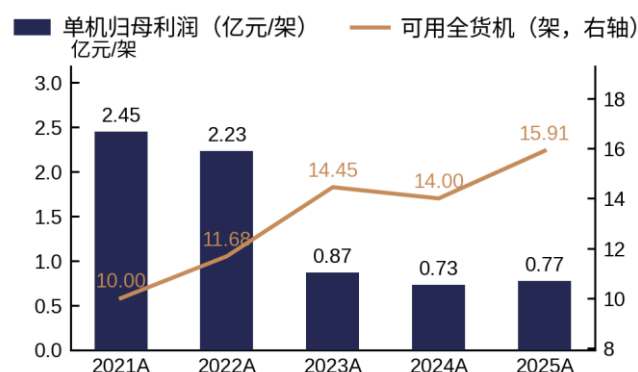
年度	收入（亿元）	毛利润（亿元）	毛利率	毛利率变动及原因
2021A	124.31	41.52	33.40%	基数年，BAI80 年均 6933 点
2022A	132.84	46.48	34.99%	+1.59pp，单位收入指数升至 122.0，运价维持高位
2023A	91.17	22.41	24.58%	-10.41pp，BAI80 同比下降 38.7%，单位收入指数回落至 70.5
2024A	90.35	17.65	19.54%	-5.04pp，单位收入指数降至 60.3，载运率降至 82.17%
2025A	109.14	21.74	19.92%	+0.38pp，单位收入指数回升至 65.5，机队扩张带动货量增长
2026H1	68.34	8.66	12.68%	-6.23pp，受高油价影响成本同比增长 56.51% 快于收入的 45.34%，机队扩张与低毛利腹舱占比上升

资料来源：公司公告，国金证券研究所

图表20：航空速运归母净利润及占比



图表21：单机归母净利润与可用全货机



资料来源：公司公告，国金证券研究所

资料来源：公司公告，国金证券研究所

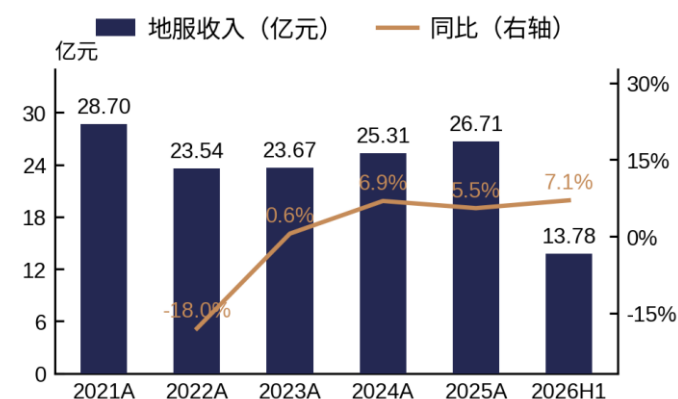
注：航空速运归母净利润由国金研究所测算，按航空速运毛利润占三大业务毛利润合计的比例分配公司归母净利润

注：单机归母=航空速运归母贡献/平均可用全货机，含腹舱贡献

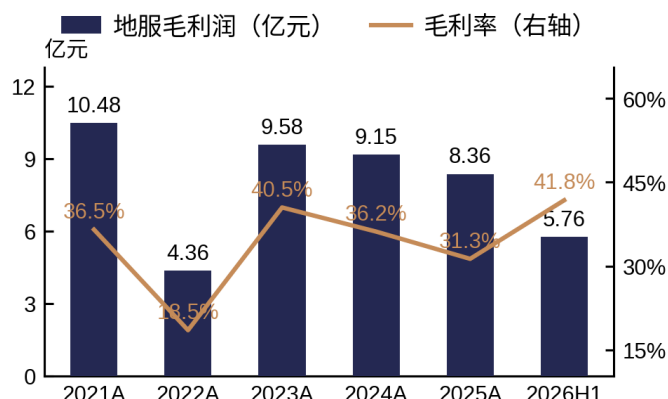
地面综合服务：2021—2025 年收入分别为 28.70/23.54/23.67/25.31/26.71 亿元，2025 年毛利润 8.36 亿元，毛利率 31.28%；2023—2025 年毛利润分别为 9.58/9.15/8.36 亿元。2026 年上半年收入 13.78 亿元，同比增长 7.06%；毛利润 5.76 亿元，毛利率 41.77%，同比提升 7.58 个百分点。



图表22：地服收入及同比



图表23：地服毛利润与毛利率

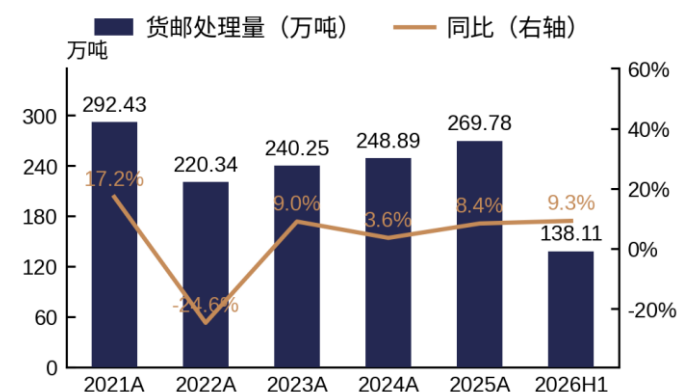


资料来源：公司公告，国金证券研究所

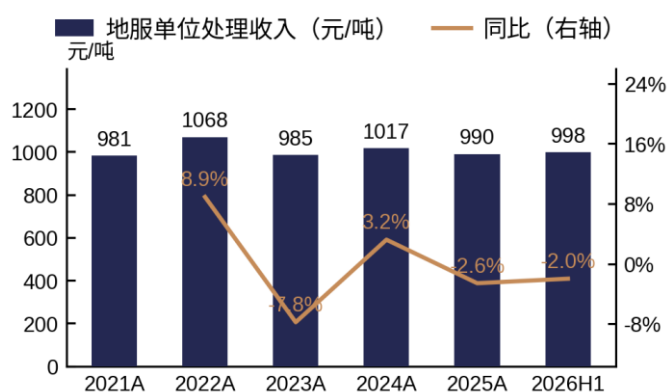
资料来源：公司公告，国金证券研究所

2025 年地服货邮处理量 269.78 万吨，同比增长 8.39%，2023—2025 年连续三年增长；2026 年上半年 138.11 万吨，同比增长 9.26%。单位处理收入（=地面综合服务收入/货邮处理量）2021—2025 年分别为 981/1068/985/1017/990 元/吨，2026 年上半年 998 元/吨，同比下降 2.0%。公司拥有 17 个自营货站，覆盖 12 个枢纽机场。

图表24：地服货邮处理量及同比



图表25：地服单位处理收入及同比

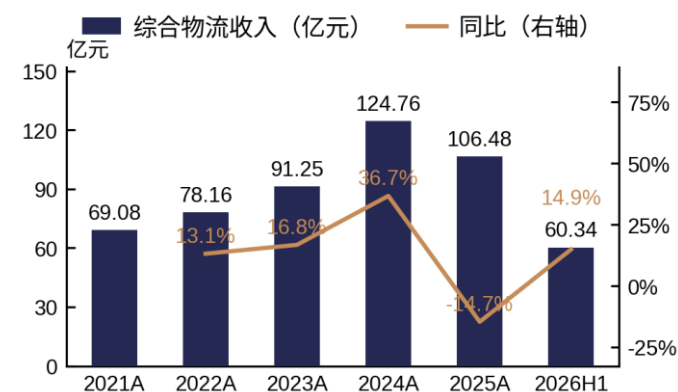


资料来源：公司公告，国金证券研究所

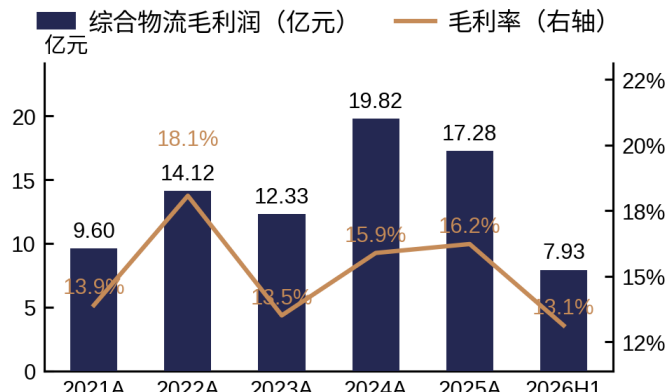
资料来源：公司公告，国金证券研究所

综合物流：2025 年收入 106.48 亿元，同比下降 14.65%；毛利润 17.28 亿元，毛利率 16.23%，较 2024 年提升 0.34 个百分点。2026 年上半年收入 60.34 亿元，同比增长 14.89%；毛利润 7.93 亿元，毛利率 13.13%，同比下降 1.52 个百分点。

图表26：综合物流收入及同比



图表27：综合物流毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，国金证券研究所

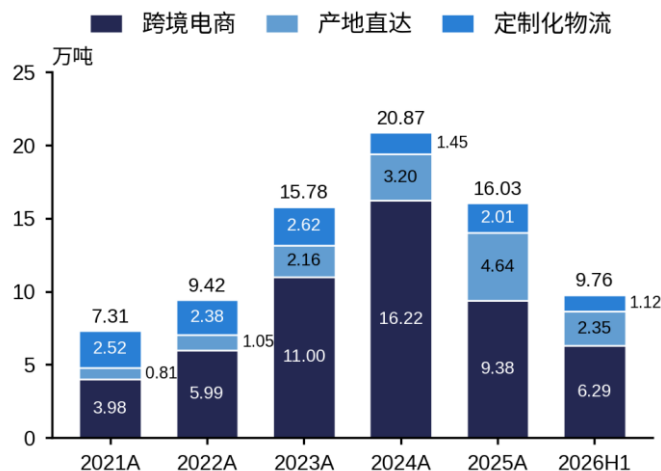
资料来源：公司公告，国金证券研究所

分货种看，2025 年跨境电商货量 9.38 万吨，2024 年为 16.22 万吨；产地直达货量 4.64

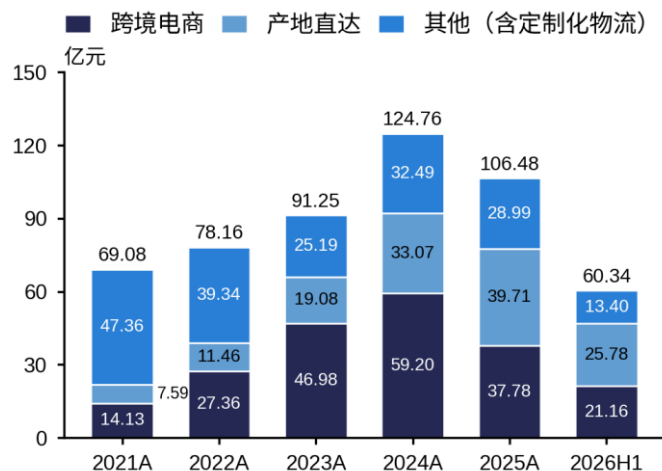


万吨，同比增长 44.86%，2021 年为 0.81 万吨；定制化物流货量 2.01 万吨，同比增长 38.42%。2026 年上半年跨境电商、产地直达、定制化物流货量分别为 6.29/2.35/1.12 万吨，同比分别增长 31.91%/26.23%/84.03%。收入结构中，跨境电商收入由 2024 年的 59.20 亿元降至 2025 年的 37.78 亿元，产地直达收入由 33.07 亿元增至 39.71 亿元，定制化物流收入 5.42 亿元，同比增长 51.82%；2026 年上半年跨境电商、产地直达、定制化物流收入分别为 21.16/25.78/3.53 亿元，同比分别增长 3.67%/30.20%/115.24%。

图表28：综合物流分产品货量



图表29：综合物流收入结构



资料来源：公司公告，国金证券研究所

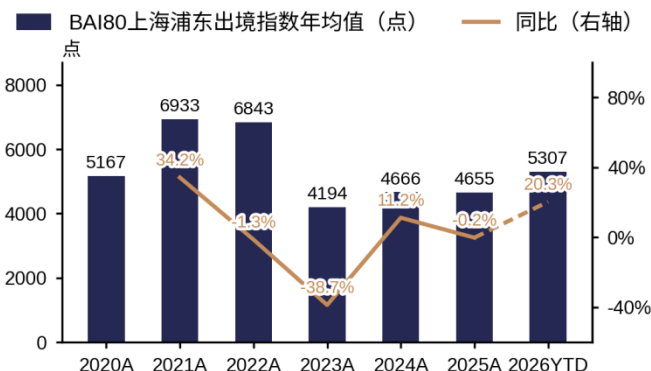
资料来源：公司公告，国金证券研究所

3 空运需求：出口、电商小包与 AI 高价值货种三轮接力

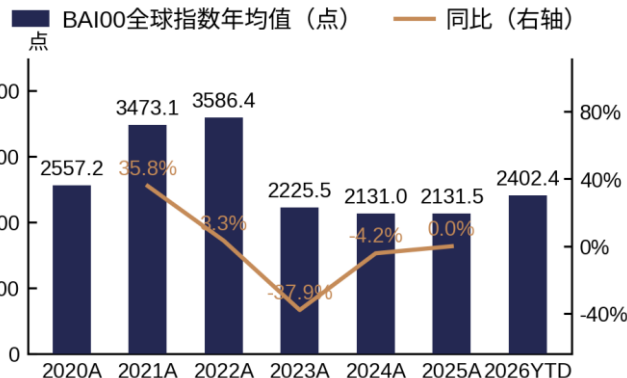
3.1 全球航空货运量价与三轮需求接力

2020 年以来航空货运需求经历三轮驱动：2021—2022 年出口补库与海运拥堵推动 BAI80 创出高位；2023—2024 年电商小包与红海绕行接棒；2025—2026 年亚洲货流与 AI 货种成为主要驱动。根据 IATA，全球航空货运周转量（CTK）由 2020 年的 2291 亿吨公里增至 2025 年的 2831 亿吨公里，2025 年同比增长 3.4%，载运率 45.7%；2021 年、2024 年 CTK 同比分别增长 18.8%、11.4%。2026 年上半年全球 CTK 同比增长 4.9%，运力（ACTK）增长 2.1%，载运率 46.4%；7 月 CTK 同比增长 3.9%，载运率 46.0%；亚洲—北美航线 6 月、7 月 CTK 同比分别增长 14.7%、9.2%，占全球 CTK 的 23.5%。

图表30：BAI80 上海浦东出境指数年均值及同比



图表31：BAI00 全球指数年均值及同比

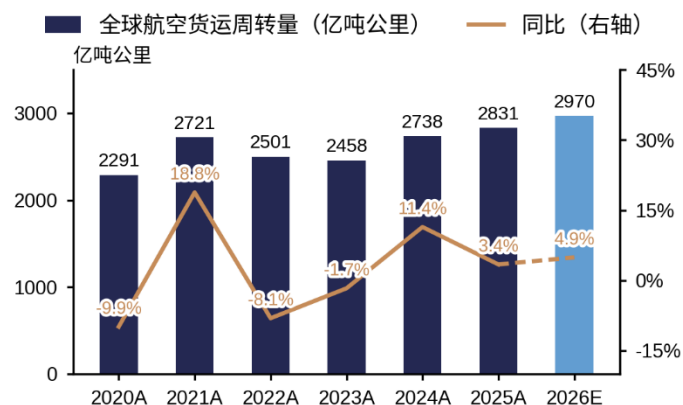


资料来源：TAC Index、Baltic Exchange，国金证券研究所

资料来源：TAC Index、Baltic Exchange，国金证券研究所



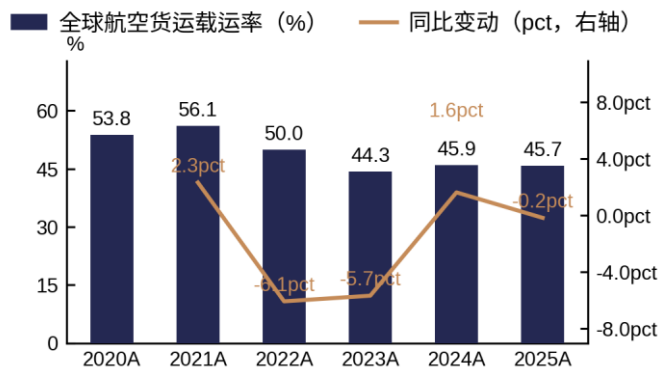
图表32：全球航空货运周转量及同比（2020—2026H1）



资料来源：IATA，国金证券研究所

注：2026H1 仅列示同比增速

图表33：全球航空货运载运率及同比变动（2020—2025）



资料来源：IATA，国金证券研究所

3.2 货种结构：电商小包回落，AI 高价值货种接棒

根据美国白宫行政令，美国自 2025 年 5 月 2 日起取消对中国内地和中国香港低值包裹的 800 美元免税待遇，8 月 29 日起扩大至全部国家；根据欧盟理事会决定，欧盟自 2026 年 7 月 1 日起取消 150 欧元以下进口包裹的关税豁免，改按每件 3 欧元征收，过渡安排至 2028 年 7 月 1 日。2025 年公司跨境电商货量由 2024 年的 16.22 万吨降至 9.38 万吨，同比下降 42.18%，公司主动调整货量结构，同期定制化物流和产地直达货量分别增长 38.42% 和 44.86%，综合物流收入同比下降 14.65%。2026 年上半年跨境电商货量 6.29 万吨，同比增长 31.91%，收入 21.16 亿元，同比增长 3.67%；产地直达与定制化物流收入分别增长 30.20%、115.24%。

根据 IATA，2025 年 AI 相关货物占航空货量的 7%，占航空贸易额的 53.5%，相对价值密度约为行业均值的 7.6 倍，AI 货物货值同比增长约 20%。按货物类别，设备占 AI 贸易额的 31%，航空运输占比 66%，货值高、项目交付窗口短，对应公司 B777F 洲际干线；中间品占 68%，航空运输占比 74%，供应链集中、缺货成本高，对应货站操作与定制物流；核心品类为服务器、存储、芯片与关键零部件，需要安保、通关与全程可视化服务。我们认为，亚洲—北美主甲板运力偏紧时，AI 货优先占用舱位并挤出部分低收益跨境小包，货量结构由件量驱动转向价值量升级，推动 yield 中枢上移。

图表34：AI 高价值货种量化指标（2025 年）

AI相关航空贸易额占比	AI相关航空货量占比	相对价值密度	AI货物货值增速
53.5%	7.0%	7.6倍	+20%
2025年全球航空贸易额	高货值、低重量	贸易额占比/货量占比	2025年同比

资料来源：IATA，国金证券研究所

注：相对价值密度=AI 相关货物航空贸易额占比 53.5%/航空货量占比 7.0%



图表35: AI 货物类别、运输属性与公司业务映射

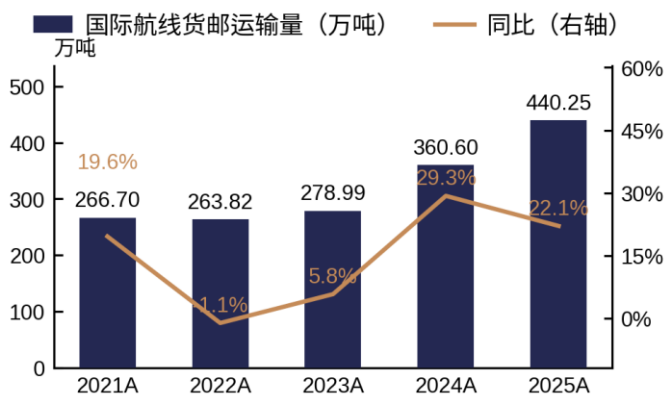
货物类别	AI 贸易构成	航空运输占比	航空运输属性	公司业务映射
设备	31%	66%	货值高、项目交付窗口短	B777F 洲际干线
中间品	68%	74%	供应链集中、缺货成本高	货站操作+定制物流
核心品类	—	高渗透	服务器、存储、芯片、关键零部件	安保、通关、全程可视化

资料来源: IATA, 国金证券研究所

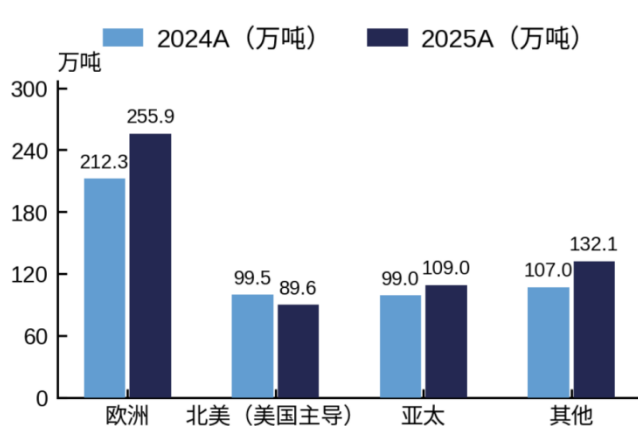
3.3 中国与亚洲出口货流: 亚太出口货流高增

根据民航局《民航行业发展统计公报》, 中国国际航线货邮运输量由 2021 年的 266.7 万吨增至 2025 年的 440.3 万吨, 2021—2025 年复合增长 13.3%, 2024 年、2025 年分别增长 29.3%、22.1%。根据公司年报引用的 Seabury 数据, 2025 年中国航空出口货量 586.61 万吨, 同比增长 13.4%; 其中欧洲 255.9 万吨, 占 43.6%, 同比增长 20.5%, 占比较 2024 年提升 2.6 个百分点; 北美 89.6 万吨, 占 15.3%, 同比下降 9.9%; 亚太 109 万吨, 占 18.6%, 同比增长 10.1%。

图表36: 中国国际航线货邮运输量及同比



图表37: 中国航空出口分市场货量 (2024—2025)



资料来源: 民航局, 国金证券研究所

资料来源: 公司年报引 Seabury 数据, 国金证券研究所

图表38: 中国航空出口分市场占比与增速 (2025 年出口总量 586.61 万吨、同比 +13.4%)

市场	2024 占比	2025 占比	2025 同比
欧洲	41.0%	43.6%	+20.5%
北美 (美国主导)	19.2%	15.3%	-9.9%
亚太	19.1%	18.6%	+10.1%

资料来源: 公司年报引 Seabury 数据, 国金证券研究所

亚洲主要枢纽方面, 根据中国香港地区政府统计处、中国台湾民航局、仁川机场与东京税关, 中国香港地区 2025 年航空货量 503.4 万吨, 其中装载 370.6 万吨、卸载 132.8 万吨; 仁川 2025 年进出港货量 295.5 万吨, 桃园 2025 年货量 250 万吨; 成田 2025 年国际航空货物处理量 204.0 万吨, 其中卸载 109.8 万吨、装载 94.2 万吨。四枢纽 2025 年合计 1252.9 万吨, 其中出港/装载 611.1 万吨、进港/卸载 391.7 万吨 (桃园机场合计数据含 113.14 万吨转口)。



图表39：中国香港地区、中国台湾地区、韩国、日本核心机场进出港货量（2025 年）

枢纽	年度	进港/卸载（万吨）	出港/装载（万吨）	合计（万吨）
中国香港地区	2025A	132.79	370.58	503.37
中国台湾地区	2025A	67.38	69.47	249.99
韩国仁川	2025A	149.14	146.33	295.47
日本成田	2025A	109.80	94.20	204.00
四枢纽合计	2025A	459.11	680.58	1252.83

资料来源：香港政府统计处、台湾民航局、仁川机场、东京税关，国金证券研究所

3.4 AI 新增货量对亚洲—北美航线的拉动测算

根据 IATA 行业展望，2026 年全球航空货运量预计 7170 万吨、同比增长 0.2%，我们测算 2025 年约 7150 万吨；根据 IATA 7 月数据，亚洲—北美航线占全球 CTK 的 23.5%，按该份额换算，2025 年亚洲—北美航线货量约 1680 万吨。

AI 基础设施相关空运需求按“资本开支×品类占比×跨境采购比例×空运比例÷单位货值”测算。根据 Alphabet、Amazon、Meta、Microsoft 四家公司 2026 年二季度业绩发布，四家 2026 年资本开支指引分别上调至 1950—2050 亿美元、约 2200 亿美元、1300—1450 亿美元和约 1750 亿美元，合计 7200—7450 亿美元；我们测算，其中 AI 服务器、网络、存储等可跨境运输设备对应的 AI 基础设施开支约 6150 亿美元，土建、土地和本地供电设备不转化为空运吨位。按 2026 年支出结构（AI 服务器/GPU 系统 50%、网络与光互联 12%、存储 7%、供电与冷却 18%、土建及其他 13%），以各品类的跨境采购比例、空运比例和单位货值（服务器/GPU 系统约 900—1500 美元/千克、网络设备 600—900 美元/千克、存储 450—700 美元/千克）换算，我们测算 2026 年 AI 相关空运吨位约 29.5 万吨（取整约 30 万吨），其中 AI 服务器/GPU 系统 14.7 万吨、网络与光互联 6.1 万吨、存储 4.0 万吨、供电/冷却急件 2.8 万吨、板卡/备件 1.9 万吨；2024 年、2025 年分别约 10.0 万吨、16.3 万吨，2026 年新增约 13.2 万吨；约 75%使用货机主甲板，约 60%通过包舱或包机锁定。AI 相关空运需求主要集中于亚洲—北美航线，30 万吨相当于该航线货量的 1.8%，新增部分相当于 0.8%。

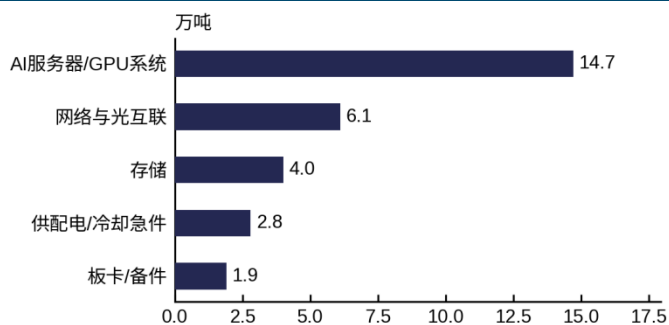
图表40：全球货量、航线份额与 AI 新增需求的量化测算



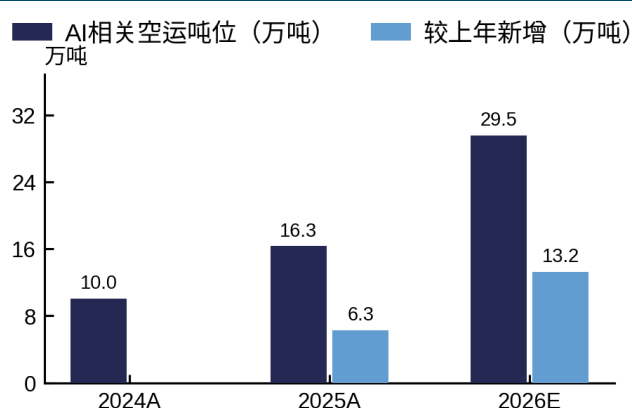
资料来源：IATA、云厂商披露，国金证券研究所



图表41：2026E AI 相关空运吨位拆分



图表42：AI 相关空运吨位（2024A—2026E）



资料来源：云厂商披露、TrendForce、NVIDIA，国金证券研究所

资料来源：云厂商披露、TrendForce，国金证券研究所

4 空运供给：大型宽体货机退出与新机交付

4.1 存量机队与机龄结构：B777F 是主力机型，大型宽体机老旧比例较高

根据Planespotters，截至2026年8月18日（其中FedEx MD-11F为2026年9月17日数据），全球大型宽体专用货机机队695架，其中活跃637架、停场或储存58架。B777F共327架，活跃319架，平均机龄8.4年；B747-400F/BCF共205架，活跃192架，平均机龄25.7年，停场13架、平均机龄29.8年；B747-8F共107架，活跃91架，平均机龄10.0年；MD-11F共44架，活跃23架、停场21架，平均机龄32.0年；B777-300ERSF在役12架。按机龄分布，20年及以上220架，占31.7%；25年及以上154架，占22.2%；30年及以上89架，占12.8%。根据波音、空客与IAI披露，截至2026年8月末，B777F积压订单38架，A350F确认订单115架，B777-8F确认订单81架，B777-300ERSF累计订单与承诺60架以上。

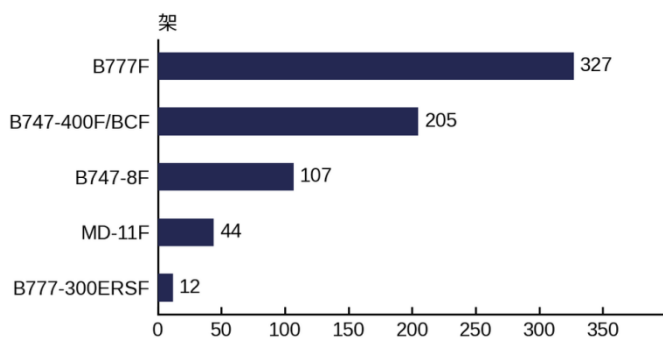
图表43：分状态机队规模与平均机龄

机型	活跃（架）	活跃平均机龄	停场/储存（架）	停场/储存平均机龄
B777F	319	8.4 年	8	10.6 年
B747-400F/BCF	192	25.7 年	13	29.8 年
B747-8F	91	10.0 年	16	12.5 年
MD-11F	23	32.0 年	21	32.0 年
B777-300ERSF	12	—	0	—

资料来源：Airbus、Boeing、Planespotters，国金证券研究所（数据截止2026年8月18日；FedEx MD-11F为2026年9月数据，MD-11F活跃与停场机龄均按整体平均列示；B777-300ERSF为2026年8月末在役数）

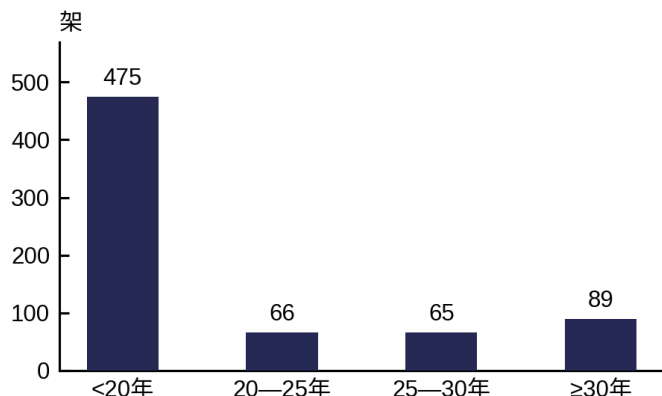


图表44：大型宽体货机机型架数（695架）



资料来源：Airbus、Boeing、Planespotters，国金证券研究所

图表45：大型宽体货机机龄分布（695架）

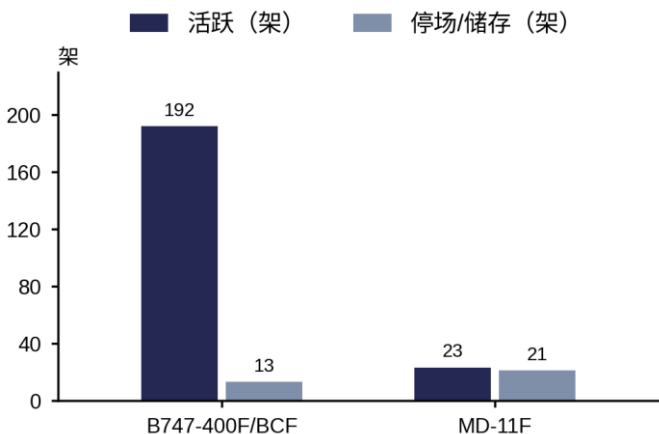


资料来源：Airbus、Boeing、Planespotters，国金证券研究所

4.2 老旧机型退出：测算 26-30 累计退出 135 架大型宽体货机

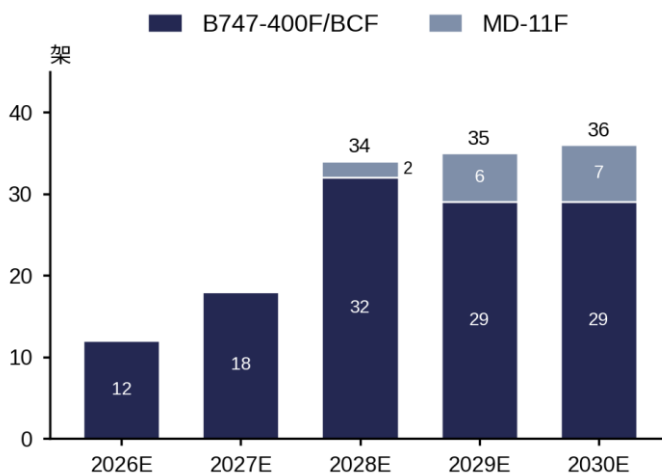
根据Planespotters，MD-11F在册44架，其中FedEx 29架、Western Global 15架；截至2026年9月，FedEx的29架中21架在飞、8架停场。根据FedEx披露，其MD-11F因2025年11月路易维尔事故停飞，2026年5月起陆续复飞，FedEx在2026财年四季度业绩电话会上表示预计旺季前全部恢复运营；FedEx于2025年3月将MD-11F全部退役时间由2028年推迟至2032年，FedEx航空公司首席执行官Richard Smith在2026年2月投资者日表示MD-11F可运营至2032年，FedEx计划在2028—2032财年分别退出2/6/7/7/7架。根据UPS披露，UPS已于2025年四季度退役全部32架MD-11F。我们按B747-400F/BCF机龄30年退役线测算，2026—2030年大型宽体货机合计退出135架，其中MD-11F按FedEx计划在2028—2030年退出2/6/7架，B747-400F/BCF退出120架、相当于现有活跃机队192架的62.5%，2028—2030年退出加快，对应A350F、B777-8F与按豁免生产的B777F集中到货；停场机队复飞方面，FedEx剩余8架MD-11F于2026年恢复运营，其余停场机队未公布复飞计划。

图表46：高龄机型活跃与停场架数



资料来源：Airbus、Boeing、Planespotters，国金证券研究所（MD-11F为2026年9月数据）

图表47：大型宽体货机年度退出测算（2026—2030E）



资料来源：Boeing、FedEx、Planespotters，国金证券研究所（MD-11F为2026年9月数据）

注：MD-11F退出按FedEx 2028—2032财年退役计划，2031—2032年另有14架退出；B747-400F/BCF退出按机龄30年退役线测算，并结合新加坡航空7架、国泰6架、丝路西部航空2架已公布的替换计划，2028—2030年随A350F、B777-8F与按豁免生产的B777F到货加快

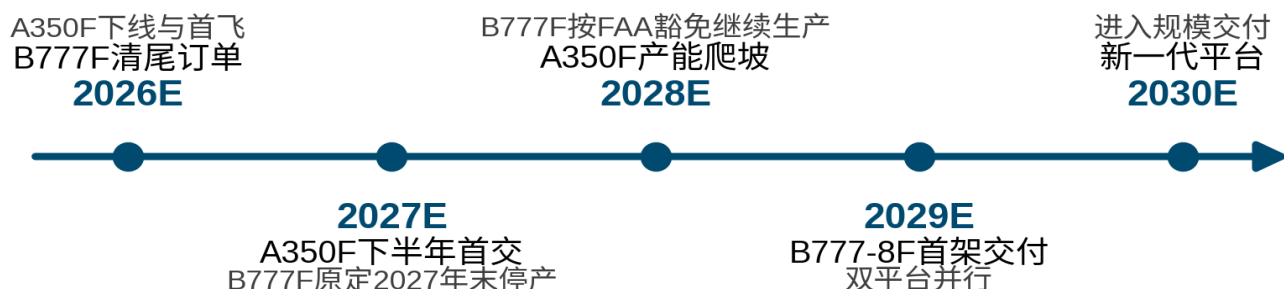
4.3 新机型交付：A350F与B777-8F

根据空客披露，A350F于2026年8月下旬下线，首飞计划于2026年9月下旬至10月初



进行，目标 2027 年年中取得认证、下半年首架交付；截至 2026 年 8 月末确认订单 115 架、客户 14 家，其中 Atlas Air 订购 20 架，中国国际货运航空、阿提哈德航空、星宇航空和 Av Lease 各订购 10 架。根据波音与 Cargofacts 披露，B777-8F 确认订单 81 架，其中卡塔尔航空 34 架，首架交付时间由 2028 年推迟至 2029 年（按 777-9 首交 2027 年推算）。根据美国联邦公报，B777F 受 ICAO 二氧化碳排放标准约束，2028 年 1 月 1 日起不再签发原始适航证；波音于 2025 年 12 月向 FAA 提出豁免申请。根据 FAA 2026 年 9 月 15 日的批复，最多 35 架 B777F 可在 2028 年 1 月 1 日至 2031 年 1 月 1 日期间获得首次适航证，FAA 给出的理由是在继任机型可用前有限度允许 B777F 继续生产。我们测算按豁免生产的 B777F 于 2028—2030 年交付 12/12/11 架，合计 35 架；A350F 2027—2030 年交付 3/12/22/30 架，合计 67 架；B777-8F 2029—2030 年交付 4/12 架，合计 16 架；后两款机型前两年交付受适航认证与供应链约束。根据 IAI 披露，B777-300ERSF 客改货已在役 12 架，另有 5 架在改装中，累计订单与承诺 60 架以上，我们测算 2026—2030 年交付 6/6/5/3/3 架，合计 23 架。根据 Mammoth Freighters 披露，B777-200LRMF 于 2026 年 4 月取得 FAA 补充型号合格证，2026 年 8 月首架交付租赁商 Jetran；根据 DHL 披露，DHL 订购 13 架，其中 4 架计划 2026 年内投入运营；卡塔尔航空货运经 Jetran 引进 5 架。我们测算 B777-200LRMF 2026—2030 年交付 4/5/4/3/2 架，合计 18 架。2026—2027 年新增运力主要来自存量 B777F 订单与客改货，2028 年起来自 A350F 与按豁免生产的 B777F。

图表48：新一代大型宽体货机交付节奏（2026—2030E）



资料来源：Airbus、Boeing，国金证券研究所

图表49：大型宽体货机订单与交付测算

机型	确认订单	当前交付	目标首交	2026—2030E 交付测算	定位
A350F	115 架	0 架	2027 年投运	2027—2030 年 67 架	替代高龄四发货机
B777-8F	81 架	0 架	2029 年	2029—2030 年 16 架	重货主平台，替代 B747 与现役 B777F
B777F	38 架（另有豁免 35 架）	在役 319 架	—	2026—2030 年 91 架	2027 年末停产，FAA 已批准 35 架豁免至 2031 年 1 月 1 日
B777-300ERSF	60 架以上（订单与承诺）	在役 12 架，5 架改装中	已投运	2026—2030 年 23 架	客改货，中型远程运力补充
B777-200LRMF	已公布 18 架（DHL 13、卡塔尔航空货运 5）	在役 1 架	2026 年已投运	2026—2030 年 18 架	客改货，替代 B747-400F 远程重货运力

资料来源：Airbus、Boeing，国金证券研究所

4.4 交付、退出与净增：测算毛交付 215 架，退出 135 架、复飞 8 架

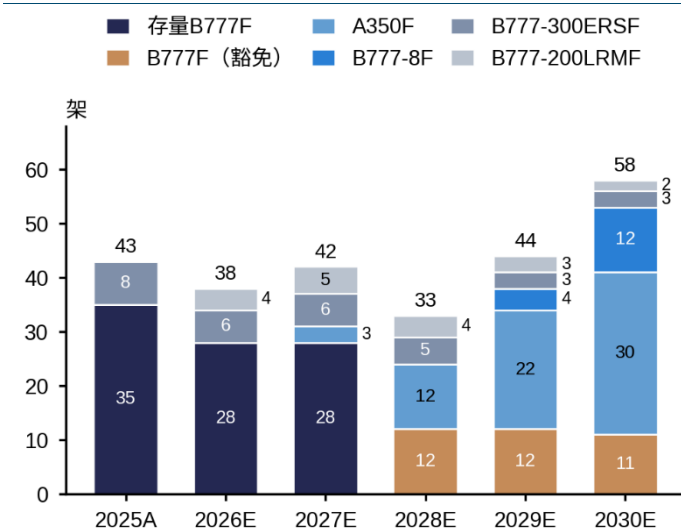
根据波音披露，2025 年 B777F 交付 35 架，按季分别为 7/13/9/6 架，其中 1—8 月交付 26 架；2026 年二季度交付 7 架，较 2025 年同期的 13 架下降 46.2%，1—8 月累计交付 18 架，同比减少 8 架、下降 30.8%。根据 GE 2026 年二季度业绩电话会，在役 GE90 发动机中约 70%尚未进行第二次大修，维修工作量明显上升；根据 Locatory，2026 年 5—8 月 GE90 发动机控制部件连续四个月位列最难采购航材前 50 名。我们认为，GE90 发动机零部件供应偏紧、维修需求与新机装机争夺零部件，是 B777F 交付放缓的原因之一。截至 2026 年 8 月末，B777F 积压订单 38 架，根据 FedEx 披露，FedEx 计划于 2027—2028 财年合计接收 10 架。我们测算 2026 年 Boeing 交付 B777F 28 架，另有 B777-300ERSF 客改货 6 架、B777-200LRMF 客改货 4 架；2027 年交付 B777F 28 架、A350F 3 架，另有客改货 11 架。2026—



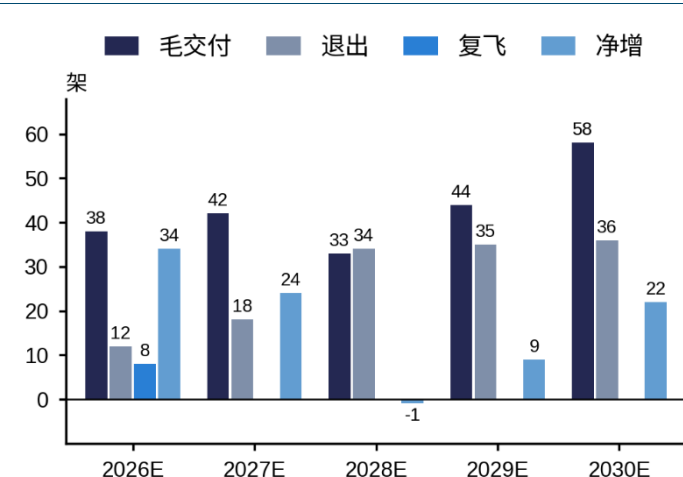
2030 年毛交付（含客改货）分别为 38/42/33/44/58 架，合计 215 架，其中 B777F 91 架、A350F 67 架、B777-8F 16 架、客改货 41 架；根据 4.2 节的测算，同期退出 135 架、FedEx MD-11F 复飞 8 架，净增分别为 34/24/-1/9/22 架，合计 88 架，退出相当于毛交付的 62.8%。2026 年净增较多，来自 B777F 集中交付、客改货投运和 FedEx MD-11F 复飞；2028 年退出集中、A350F 交付尚未放量，我们预计当年净增为负。按活跃机队 637 架计算，2030 年末活跃机队 725 架，有效供给年复合增长约 2.6%。

需求端，根据波音《世界航空货运预测（2024）》，2024—2043 年全球航空货运量年均增长 4.0%，东亚与南亚市场增速最高，其中大型宽体货机交付 810 架，全部 2845 架交付中约 45%用于替换退役飞机；根据波音《商用市场展望（2026）》，2026—2045 年全球航空货运量年均增长 3.7%，同期全球货机机队由 2395 架增至 4010 架，其中大型宽体货机由 685 架增至 1280 架、年复合增长 3.2%。根据 IATA，2025 年全球 CTK 同比增长 3.4%，2026 年上半年增长 4.9%。我们中性假设 2026—2030 年需求端年复合增速 4.0%，与波音长期预测一致，对应供需增速差 1.4 个百分点；悲观、乐观情形下需求端增速分别取 3.4%和 4.9%，分别为 2025 年全年与 2026 年上半年的实际增速，对应供需增速差 0.8 和 2.3 个百分点。

图表50：大型宽体货机年度毛交付构成（2025A—2030E）



图表51：年度毛交付、退出、复飞与净增（2026—2030E）



资料来源：波音，空客，FedEx，Planespotters，国金证券研究所

资料来源：波音，空客，FedEx，Planespotters，国金证券研究所

注：毛交付包含 Boeing 交付的存量 B777F 订单与 B777-8F、Airbus 交付的 A350F、IAI 改装的 B777-300ERSF 与 Mammoth 改装的 B777-200LRMF 客改货；2028—2030 年 B777F 为按 FAA 豁免生产的机型

注：净增=毛交付-退出+复飞；复飞为 FedEx MD-11F 恢复运营，其余停场机队未公布复飞计划，不计入测算

图表52：大型宽体货机交付、退出、复飞与净增汇总（2026—2030E）

年度	毛交付（架）	退出（架）	复飞（架）	净增（架）
2026E	38	12	8	34
2027E	42	18	0	24
2028E	33	34	0	-1
2029E	44	35	0	9
2030E	58	36	0	22
合计	215	135	8	88

资料来源：波音，空客，FedEx，Planespotters，国金证券研究所


图表53：供需增速差敏感性（2026—2030E 年复合增速）

情景（需求端增速）	供给端 2.6%（基准）
悲观（3.4%）	0.8 个百分点
中性（4.0%）	1.4 个百分点
乐观（4.9%）	2.3 个百分点

资料来源：Boeing、IATA，国金证券研究所

注：供需增速差=需求端年复合增速-供给端年复合增速，正值表示需求增速快于有效供给增速；供给端按毛交付 215 架、退出 135 架、复飞 8 架测算

5 盈利预测与投资建议

5.1 量价敏感性测算

2025 年航空速运收入 109.14 亿元中，腹舱部分按独家经营协议与东航结算，公司以客机腹舱货运实际收入扣除常规业务费后的金额向东航支付运输服务价款。2025 年运输服务价款 42.21 亿元、独家经营毛利率 3.5%，对应腹舱收入 43.74 亿元，腹舱运价变动大部分转为付给东航的成本，敏感性基数取扣除腹舱收入后的全货机收入 65.40 亿元；综合物流收入含贸易成本与外采运费，不计入基数。假设 yield 增量收入的 90% 转化为税前利润、所得税率 25%、不调整少数股东损益：yield 提升 5% 对应增量收入 3.27 亿元、归母净利润增量 2.21 亿元，相当于 2025 年归母净利润的 8.2%；yield 提升 10% 对应增量收入 6.54 亿元、归母净利润增量 4.41 亿元，相当于 16.4%。

图表54：yield 提升对归母净利润的敏感性（以 2025 年全货机收入 65.40 亿元为基数）

yield 情景	增量收入（亿元）	归母净利增量（亿元）	较 2025 年 26.88 亿元归母净利增长
+0%	0.00	0.00	0.0%
+5%	3.27	2.21	8.2%
+10%	6.54	4.41	16.4%

资料来源：公司公告，国金证券研究所

以 2025 年全货机载运率 79.32% 为基数，同航班、同 yield 情景下，增量收入按载运率提升幅度相对 79.32% 的比例放大航空速运收入，假设增量收入的 70% 转化为税前利润、所得税率 25%：载运率每提升 1 个百分点对应增量收入 1.38 亿元、归母净利润增量 0.72 亿元，相当于 2025 年归母净利润的 2.7%；提升 2 个、3 个百分点分别对应归母净利润增量 1.44 亿元、2.17 亿元，相当于 5.4%、8.1%。

图表55：载运率提升对归母净利润的敏感性（以 2025 年载运率 79.32% 为基数）

载运率情景	增量收入（亿元）	归母净利增量（亿元）	较 2025 年 26.88 亿元归母净利增长
+0pct	0.00	0.00	0.0%
+1pct	1.38	0.72	2.7%
+2pct	2.75	1.44	5.4%
+3pct	4.13	2.17	8.1%

资料来源：公司公告，国金证券研究所

将两项敏感性叠加于 2025 年归母净利润 26.88 亿元：yield 提升 5% 对应归母净利润 29.09 亿元，叠加载运率提升 1 个百分点后为 29.81 亿元，较 2025 年增长 10.9%；yield 提升 10%、载运率提升 1 个百分点对应 32.02 亿元；yield 下降 5%、载运率下降 1 个百分点对应 23.95 亿元。


图表56: yieldx载运率归母净利润情景矩阵 (亿元)

载运率\yield	-5%	0%	+5%	+10%
-1pct	23.95	26.16	28.36	30.57
0pct	24.67	26.88	29.09	31.29
+1pct	25.40	27.60	29.81	32.02
+2pct	26.12	28.32	30.53	32.74

资料来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 盈利预测：分业务拆分与关键假设

公司 2026 年 6 月末 B777F 全货机机队 20 架，公司预计 2027 年初增至 23 架。我们预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 317.39/343.11/355.73 亿元，同比增长 30.80%/8.11%/3.68%；归母净利润分别为 28.73/33.22/36.20 亿元，同比增长 6.89%/15.60%/8.98%，对应 EPS 分别为 1.81/2.09/2.28 元。

航空速运方面，机队按 2026 年下半年引进 2 架、2027 年引进 1 架测算，2026—2028 年平均可用全货机分别为 19.69/22.9/23 架；我们假设 2026 年下半年全货机日利用率 13 小时、载运率 78.5%，2027—2028 年日利用率 13.1 小时、载运率 80.0%和 81.0%（2026 年上半年分别为 13.36 小时、78.40%，2024 年为 13.01 小时、82.17%），2027 年起引进放缓、新机爬坡影响消退；客机腹舱周转量 2026 年下半年同比增长 10%，2027—2028 年分别增长 5%、4%。根据 TAC Index，BAI80 上海浦东空运出境指数 2026 年 1—8 月均值为 5307 点，8 月末同比上涨 17.5%，四季度为航空货运传统旺季，我们假设 2026 年下半年航空速运单位收入同比增长 20%（2026 年二季度单位收入 1.58 元/吨公里、同比增长 27.5%）；考虑油价回落，2027 年、2028 年航空速运单位收入分别下降 6%、4.5%。据此预计 2026—2028 年货邮运输总周转量 103.00/115.64/118.88 亿吨公里，单位收入 1.49/1.40/1.34 元/吨公里，航空速运收入 153.74/162.25/159.29 亿元。成本端，我们假设航油均价 2026—2028 年分别为 8700/7500/6800 元/吨（2025 年我们测算约 5458 元/吨），单位小时耗油沿用 2026 年上半年 7.45 吨；飞发修理单位小时成本分别增长 8%/5%/3%，起降费与航路费单位小时成本每年增长 3%，2026 年单位周转量地面服务费增长 15%、单机薪酬增长 8.5%，全货机运行成本的 73%计入航空速运；客机腹舱运输服务价款按客机货运收入扣除独家经营毛利（毛利率 3.8%/3.5%/3.5%）计算，其中 78%计入航空速运。预计航空速运毛利率 12.85%/13.78%/13.75%，其中 2026 年下半年为 12.98%（2026 年一季度 12.98%、二季度 12.47%、2025 年下半年 20.69%）。

地面综合服务方面，2026 年上半年货邮处理量 138.11 万吨，同比增长 9.26%，我们假设 2026 年下半年同比增长 8%，2027—2028 年分别增长 7%、5%，单位处理收入 2026 年下半年同比持平、2027—2028 年持平；成本端，薪酬总额 2026 年持平、2027—2028 年每年增长 4%，折旧与租赁费持平，运输成本随处理量变动，单位处理量其他成本 2026 年下降 15%。预计 2026—2028 年地面综合服务收入 28.73/30.74/32.27 亿元，毛利率 36.45%/38.18%/39.02%（2025 年 31.28%、2026 年上半年 41.77%）。

综合物流方面，其他综合物流收入 2026 年下半年同比持平、2027—2028 年持平。2026 年上半年三类产品货量同比分别增长 31.91%/26.23%/84.03%，我们假设 2026 年下半年货量同比分别增长 20%/20%/30%，2027 年分别增长 8%/15%/5%，2028 年分别增长 5%/12%/5%。单位收入方面，跨境电商 2026 年下半年同比下降 10%，产地直达 2026 年下半年同比增长 54%（全年 11.02 万元/吨，2026 年上半年 10.97 万元/吨），定制化物流 2026 年下半年同比增长 20%；2027—2028 年产地直达单位收入每年增长 3%，其余持平。成本端，贸易成本占产地直达收入的比例 2026—2028 年分别为 70%/70%/72%（2025 年 74.56%），外采运力成本随跨境电商与定制化物流收入变动，2026 年单位收入外采运力成本上升 16%；全货机运行成本的 27%计入综合物流。预计综合物流收入 134.68/149.89/163.93 亿元，毛利率 12.72%/13.60%/14.59%。

合计来看，我们预计 2026—2028 年营业收入 317.39/343.11/355.73 亿元，营业成本 269.86/288.45/297.15 亿元，毛利率 14.98%/15.93%/16.47%（2025 年 19.63%）。


图表57：核心经营假设（2024A—2028E）

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
期末全货机（架）	14	18	22	23	23
平均可用全货机（架）	14.00	15.91	19.69	22.90	23.00
全货机日利用率（小时）	13.01	13.09	13.17	13.10	13.10
全货机载运率	82.17%	79.32%	78.45%	80.00%	81.00%
货邮运输总周转量（亿吨公里）	79.07	87.87	103.00	115.64	118.88
航空速运单位收入（元/吨公里）	1.14	1.24	1.49	1.40	1.34
航油均价（元/吨）	5919	5458	8700	7500	6800
地面货邮处理量（万吨）	248.89	269.78	292.96	313.47	329.14
跨境电商货量（万吨）	16.22	9.38	11.83	12.77	13.41
产地直达货量（万吨）	3.20	4.64	5.68	6.53	7.31
定制化物流货量（万吨）	1.45	2.01	2.94	3.09	3.24

资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：航空速运单位收入按航空速运收入除以货邮运输总周转量计算；航油均价按航油成本除以航油消耗量计算，航油消耗量由年报航油价格敏感性披露推算

图表58：分业务收入、成本与毛利率（2024A—2028E）

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
航空速运收入（亿元）	90.35	109.14	153.74	162.25	159.29
同比	-0.90%	20.79%	40.87%	5.53%	-1.82%
营业成本（亿元）	72.70	87.40	133.99	139.89	137.40
毛利率	19.54%	19.92%	12.85%	13.78%	13.75%
地面综合服务收入（亿元）	25.31	26.71	28.73	30.74	32.27
同比	6.91%	5.55%	7.55%	7.00%	5.00%
营业成本（亿元）	16.15	18.35	18.26	19.00	19.68
毛利率	36.16%	31.28%	36.45%	38.18%	39.02%
综合物流收入（亿元）	124.76	106.48	134.68	149.89	163.93
同比	36.72%	-14.65%	26.49%	11.29%	9.36%
营业成本（亿元）	104.93	89.20	117.56	129.50	140.01
毛利率	15.89%	16.23%	12.72%	13.60%	14.59%
营业收入合计（亿元）	240.56	242.64	317.39	343.11	355.73
同比	16.66%	0.87%	30.80%	8.11%	3.68%
营业成本（亿元）	193.82	195.02	269.86	288.45	297.15
毛利率	19.43%	19.63%	14.98%	15.93%	16.47%

资料来源：公司公告，国金证券研究所

注：营业收入合计含其他业务收入

期间费用方面，销售费用率按 2026 年上半年水平取 1.10%，研发费用率按 2025 年水平取 0.24%，管理费用率取 1.45%（2025 年 1.79%、2026 年上半年 1.31%），税金及附加率沿用 2025 年 0.23%。财务费用方面，公司有息负债均为租赁负债，我们按租赁负债（含一年内到期部分）年化 3.5%计息、货币资金年化 1.25%计息，2026 年计入汇兑损失 0.14 亿元，预计 2026—2028 年财务费用 1.63/1.49/0.51 亿元；我们假设 2027 年、2028 年分别以 10



亿元、20 亿元现金提前回购融资租赁飞机（公司已于 2024 年 11 月、2025 年 10 月两次提前回购），租赁负债减少带动利息支出下降。

其他损益方面，2026 年上半年公司其他收益 4.83 亿元，其中合作航线收入 2.41 亿元、企业扶持发展专项资金 2.34 亿元，我们假设 2026—2028 年其他收益均为 7.80 亿元（2025 年 2.45 亿元）；投资收益-0.50/-0.30/-0.30 亿元（2026 年上半年-0.48 亿元），不考虑资产减值、信用减值与公允价值变动损益。所得税率取 25%（2025 年 24.44%），少数股东损益占净利润比例取 12%（2025 年 12.94%、2026 年上半年 11.24%）。分红方面，公司 2025 年度每 10 股派发现金红利 6.77 元、现金分红率 40%，我们假设 2026—2028 年分红率均为 40%，对应每股股利 0.72/0.84/0.91 元，按 2026 年 9 月 18 日收盘价 18.08 元计算股息率 4.00%/4.63%/5.04%。资本开支方面，我们假设 2026—2028 年购建固定资产 7.5/10.0/10.0 亿元，新引进飞机以租赁方式入账，预计期末货币资金 93.57/98.41/102.93 亿元（2026 年 6 月末 101.38 亿元）。

图表59：利润表主要科目与分红假设（2025A—2028E）

项目	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	1.19%	1.10%	1.10%	1.10%
管理费用率	1.79%	1.45%	1.45%	1.45%
研发费用率	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%
财务费用（亿元）	1.45	1.63	1.49	0.51
其他收益（亿元）	2.45	7.80	7.80	7.80
投资收益（亿元）	-0.02	-0.50	-0.30	-0.30
所得税率	24.44%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益/净利润	12.94%	12.00%	12.00%	12.00%
归母净利润（亿元）	26.88	28.73	33.22	36.20
分红率	39.98%	40.00%	40.00%	40.00%
每股股利（元）	0.68	0.72	0.84	0.91
期末货币资金（亿元）	80.69	93.57	98.41	102.93

资料来源：公司公告，国金证券研究所

5.3 估值与投资建议

我们选取中国外运、华贸物流和长荣航空 3 家公司作为可比公司，其中中国外运、华贸物流经营国际航空货运代理，长荣航空经营客运与全货机货运；国货航主营航空货运，暂无机一致预期，列示作参考，不计入平均值。根据东方财富一致预期与 FactSet 调查，按 2026 年 9 月 18 日收盘价计算，可比公司 2026—2028 年平均 PE 分别为 12.79/11.51/10.08 倍。我们预计公司 2026—2028 年归母净利润 28.73/33.22/36.20 亿元，对应 EPS 1.81/2.09/2.28 元、PE 9.99/8.64/7.93 倍。考虑到公司全货机与浦东货站资源稀缺，同时航空货运运价波动较大，给予公司 2026 年 12 倍 PE，目标价 21.72 元。


图表60：可比公司估值比较

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
601598.SH	中国外运	6.47	0.50	0.52	0.55	12.97	12.38	11.84
603128.SH	华贸物流	5.32	0.35	0.42	0.49	14.99	12.51	10.75
2618.TW	长荣航空	41.75	4.01	4.33	5.45	10.41	9.64	7.66
001391.SZ	国货航	3.97	—	—	—	—	—	—
平均值						12.79	11.51	10.08
601156.SH	东航物流	18.08	1.81	2.09	2.28	9.99	8.64	7.93

资料来源：东方财富，FactSet，国金证券研究所

注：可比公司 EPS 为东方财富一致预期均值，长荣航空为 FactSet 2026 年 7 月 21 日调查中位数，股价与 EPS 单位为新台币元；国货航暂无机构一致预期，2025 年 PE 为 18.75 倍，不计入平均值；东航物流为国金证券研究所预测

2026 年 9 月 18 日公司收盘价 18.08 元，总市值 287.03 亿元，对应 2026 年 PE 9.99 倍。公司以浦东枢纽、B777F 全货机机队和 17 个自营货站构成的网络资源具有稀缺性，地面综合服务提供稳定利润，全球宽体货机有效供给增速低于需求端，AI 高价值货种推动单位收入中枢上移，稳定的现金分红提供回报支撑。我们认为公司 2026~2028 年 EPS 分别为 1.81/2.09/2.28 元，对应 PE 分别为 10.0/8.6/7.9 倍。参考可比公司 2026 年平均 12.8 倍 PE，给予公司 2026 年 12 倍 PE，目标价 21.72 元，较当前股价有 20.1% 的上涨空间，维持“买入”评级。

6 风险提示

（1）国际运价下行。若国际航空货运运价持续下行，公司单位收入与航空速运毛利率将同步承压；根据 IATA 2026 年 6 月行业展望，2026 年全球航空货运量增速预期下调至 0.2%（CTK 增速 0.7%）。领先指标为公司单位收入与 IATA 收益率。

（2）航油价格上行。根据 IATA 2026 年 6 月行业展望，2026 年上半年航空煤油价格因中东局势大幅上行，公司航空速运营业成本同比增长 56.51%，毛利率同比下降 6.23 个百分点。若航空煤油价格持续上涨而燃油附加费无法同步覆盖成本增量，公司单位成本将上升。领先指标为航空煤油价格与附加费调整。

（3）电商政策变化与 AI 硬件贸易不及预期。跨境电商免税规则与清关要求变化可能进一步影响直邮链路；若 AI 硬件跨境贸易低于测算，AI 相关货量与货种结构升级放缓，装载率与综合物流收入承压。领先指标为货量、客户与产品结构。

（4）腹舱恢复与新机供给加速。若客运航班恢复带来腹舱运力大幅释放，或按豁免生产的 B777F 交付节奏快于测算、A350F 与 B777-8F 交付提前，行业供需增速差收窄。客改货方面，除已计入的 B777-300ERSF 与 B777-200LRMF 外，AviaAM Leasing 订购 6 架 B777-300ERMF、Backbone Freighter Leasing 订购 10 架 B777-300ERCF，若上述机型在测算期内交付，2026—2030 年客改货交付增至 57 架，有效供给年复合增速升至 3.1%，中性情形下供需增速差收窄至 0.9 个百分点。老旧机型退出慢于测算亦构成风险，根据 Atlas Air，其 B747-400 机队平均机龄约 24 年，该机型通常运营至三十五年以上，若 B747-400F/BCF 实际退役机龄高于 30 年，退出量低于测算。停场机队方面，全球大型宽体货机停场 58 架，其中 MD-11F 21 架、B747-8F 16 架、B747-400F/BCF 13 架、B777F 8 架，测算中仅计入 FedEx 官宣复飞的 8 架，若其余停场机队恢复运营，有效供给高于测算。领先指标为客运班次与新机交付。

（5）资本开支超预期。若机队引进、货站建设等资本开支超出预期，自由现金流受到挤压，分红率可能难以延续。领先指标为购机支出、投资现金流与经营活动现金流。

（6）股东减持。股东天津睿远于 2026 年 4 月 14 日至 7 月 9 日通过集中竞价减持公司股份 1373.53 万股，占总股本的 0.87%，减持后持股 4.43%，所持股份为首次公开发行前取得、已于 2024 年 9 月 5 日解除限售。若主要股东后续继续减持，可能对股价形成压力。领先指标为股东减持计划公告。



(7) 汇率波动。公司持有美元、欧元等外币资产与负债，2026 年上半年汇兑损失 703 万元。若人民币汇率大幅波动，汇兑损益将影响公司利润。领先指标为人民币对美元、欧元汇率。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	20621	24056	24264	31739	34311	35573
增长率	-12.14%	16.66%	0.87%	30.80%	8.11%	3.68%
主营业务成本	-16180	-19382	-19502	-26986	-28845	-29715
%销售收入	78.46%	80.57%	80.37%	85.02%	84.07%	83.53%
毛利	4441	4674	4762	4753	5467	5858
%销售收入	21.54%	19.43%	19.63%	14.98%	15.93%	16.47%
营业税金及附加	-44	-51	-55	-72	-77	-80
%销售收入	0.21%	0.21%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%
营业费用	-202	-237	-289	-349	-377	-391
%销售收入	0.98%	0.99%	1.19%	1.10%	1.10%	1.10%
管理费用	-333	-338	-435	-460	-498	-516
%销售收入	1.62%	1.41%	1.79%	1.45%	1.45%	1.45%
研发费用	-30	-52	-59	-76	-82	-85
%销售收入	0.15%	0.21%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%
息税前利润 (EBIT)	3833	3996	3924	3796	4432	4786
%销售收入	18.59%	16.61%	16.17%	11.96%	12.92%	13.45%
财务费用	-329	-289	-145	-163	-149	-51
%销售收入	1.59%	1.20%	0.60%	0.52%	0.43%	0.14%
资产减值损失	1	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	-1	1	1	0	0	0
投资收益	1	-9	-2	-50	-30	-30
%税前利润	0.02%	-0.22%	-0.04%	-1.15%	-0.60%	-0.55%
营业利润	3749	3929	4081	4363	5033	5485
营业利润率	18.18%	16.33%	16.82%	13.75%	14.67%	15.42%
营业外收支	6	8	5	-10	0	0
税前利润	3754	3936	4086	4353	5033	5485
利润率	18.21%	16.36%	16.84%	13.72%	14.67%	15.42%
所得税	-902	-872	-999	-1088	-1258	-1371
所得税率	24.02%	22.16%	24.44%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	2853	3064	3088	3265	3775	4113
少数股东损益	364	376	399	392	453	494
归属于母公司的净利润	2488	2688	2688	2873	3322	3620
净利率	12.07%	11.17%	11.08%	9.05%	9.68%	10.18%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	2853	3064	3088	3265	3775	4113
少数股东损益	364	376	399	392	453	494
非现金支出	1563	1484	1843	2111	2444	2549
非经营收益	346	380	183	312	294	202
营运资金变动	475	-1214	1088	-237	25	14
经营活动现金净流	5238	3714	6202	5452	6538	6878
资本开支	-550	-2323	-1693	-1189	-1430	-1430
投资	-34	-358	-196	203	0	0
其他	3	0	2	-50	-30	-30
投资活动现金净流	-581	-2681	-1887	-1036	-1460	-1460
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-568	0	0	0	0	0
其他	-4330	-3425	-2976	-3129	-4594	-4965
筹资活动现金净流	-4898	-3425	-2976	-3129	-4594	-4965
现金净流量	-273	-2479	1317	1288	484	453

资产负债表 (人民币百万元)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	9243	6753	8069	9357	9841	10293
应收款项	1951	2253	2283	2966	3207	3325
存货	34	25	19	30	32	33
其他流动资产	356	725	554	716	760	780
流动资产	11583	9755	10924	13069	13839	14431
%总资产	40.29%	37.13%	34.40%	35.29%	36.55%	38.65%
长期投资	273	616	803	600	600	600
固定资产	3665	8760	9880	9705	10655	12375
%总资产	12.75%	33.34%	31.11%	26.20%	28.14%	33.15%
无形资产	795	907	1120	1337	1513	1656
非流动资产	17165	16516	20832	23968	24021	22902
%总资产	59.71%	62.87%	65.60%	64.71%	63.45%	61.35%
资产总计	28748	26271	31756	37037	37860	37332
短期借款	2341	671	1572	1572	1572	1572
应付款项	2360	1935	2632	3154	3371	3473
其他流动负债	870	684	918	1016	1109	1160
流动负债	5571	3290	5121	5742	6052	6205
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	6197	3595	4612	7157	5223	1878
负债	11769	6886	9733	12898	11275	8082
普通股股东权益	15453	17511	19748	21472	23465	25637
其中：股本	1588	1588	1588	1588	1588	1588
未分配利润	9729	11717	13884	15608	17601	19773
少数股东权益	1526	1875	2275	2666	3119	3613
负债股东权益合计	28748	26271	31756	37037	37860	37332

比率分析

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.567	1.693	1.693	1.810	2.092	2.280
每股净资产	9.734	11.030	12.440	13.525	14.781	16.149
每股经营现金净流	3.299	2.339	3.906	3.434	4.118	4.332
每股股利	0.000	0.677	0.677	0.724	0.837	0.912
回报率						
净资产收益率	16.10%	15.35%	13.61%	13.38%	14.16%	14.12%
总资产收益率	8.66%	10.23%	8.46%	7.76%	8.77%	9.70%
投入资本收益率	15.07%	15.51%	12.57%	11.07%	11.81%	11.64%
增长率						
主营业务收入增长率	-12.14%	16.66%	0.87%	30.80%	8.11%	3.68%
EBIT 增长率	-33.32%	4.25%	-1.80%	-3.26%	16.75%	7.98%
净利润增长率	-31.58%	8.01%	0.02%	6.89%	15.60%	8.98%
总资产增长率	10.28%	-8.62%	20.88%	16.63%	2.22%	-1.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.88	28.07	29.70	29.70	29.70	29.70
存货周转天数	0.80	0.55	0.40	0.40	0.40	0.40
应付账款周转天数	32.67	29.57	26.90	26.90	26.90	26.90
固定资产周转天数	58.62	127.25	146.17	109.74	111.62	125.31
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.65%	-31.37%	-29.50%	-32.25%	-31.10%	-29.82%
EBIT 利息保障倍数	11.66	13.83	27.13	23.22	29.72	94.04
资产负债率	40.94%	26.21%	30.65%	34.83%	29.78%	21.65%

来源：公司公告、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	14	18	19	32
增持	0	4	6	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.22	1.25	1.27	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究