

601156.SH

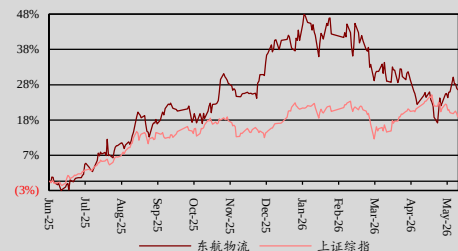
增持

原评级:未有评级

市场价格:人民币 15.99

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(10.2)	3.5	(8.7)	25.0
相对上证综指	(10.4)	5.6	(6.7)	6.0

发行股数(百万)	1,587.56
流通股(百万)	944.60
总市值(人民币 百万)	25,385.01
3 个月日均交易额(人民币 百万)	152.04
主要股东	
中国东方航空集团有限公司	40.5%

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券

以 2026 年 6 月 8 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 物流

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

证券分析师: 何贯嘉

guanjia.he@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300525040002

东航物流

空地协同构筑壁垒, 航空物流优质资产

东航物流作为国内重要的航空货运综合服务平台, 依托空地一体化能力, 构建了较强的行业竞争壁垒。公司一方面以航空速运和地面综合服务夯实运力与枢纽资源底盘, 另一方面依托跨境电商、产地直达等综合物流解决方案持续提升链路组织能力和结构弹性。航空物流行业层面, 全球航空货运需求在国际链路修复与跨境电商带动下延续恢复, 供给端则从前期缺口修复逐步转向稳步增长, 行业竞争焦点由单纯运力扩张转向航线结构、货源组织与综合服务能力。公司凭借上海核心枢纽资源、全货机与腹舱协同网络以及较强的链路组织能力, 有望在行业景气波动中体现出强于同行的经营韧性。首次覆盖, 给予公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- **空地一体化航空物流平台, 运力、货站与链路组织能力构筑核心壁垒。**东航物流是国内重要航空物流平台型企业, 具备较强的空地一体化运营能力。截至 2025 年末, 公司拥有 18 架 B777 全货机, 并独家经营东航股份 800 余架客机的腹舱货运业务, 在全国布局 17 个自营货站, 形成覆盖国内外主要货运节点的航空物流网络。公司以上海浦东为核心枢纽, 叠加深圳等重要节点布局, 在航权、时刻、货站与客户资源等方面建立了较强的稀缺优势。运力端、地面端与解决方案端相互协同, 使公司不仅具备承运能力, 也具备较强的货源组织与产品化交付能力, 平台属性突出。
- **航空速运与地面综合服务夯实基本盘, 综合物流解决方案成为核心增量来源。**公司主营业务由航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案三大板块构成。航空速运是运力底盘, 依托全货机与腹舱协同, 为公司提供稳定的干线承运能力; 地面综合服务依托枢纽货站资源, 盈利能力相对稳定, 为公司提供较强的运营支撑; 综合物流解决方案则依托跨境电商、产地直达及定制化物流等业务持续扩张, 成为近年来最主要的增量来源。2025 年, 公司综合物流解决方案实现主营业务收入 106.48 亿元, 收入占比为 43.94%, 是公司收入结构中的重要组成部分。随着公司从单一承运逐步向链路组织和产品化服务延伸, 收入结构持续优化, 盈利韧性有望进一步增强。
- **跨境电商与产地直达双轮驱动, 解决方案业务有望打开中长期成长空间。**综合物流解决方案是公司最具成长性与估值弹性的业务板块。公司一方面深耕跨境电商物流解决方案, 绑定头部平台客户并不断提升链路组织与履约稳定性; 另一方面推动产地直达解决方案从生鲜向医药冷链、高端制造等更高附加值领域延展, 提升高价值货源组织能力。跨境电商业务有助于提升运力利用率与网络密度, 产地直达业务则增强产品壁垒与盈利质量, 两者形成“一端高频、一端高值”的业务结构, 对冲外部环境波动并增强公司中长期增长韧性。

估值

- 我们预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 261.80 亿元、289.11 亿元、313.80 亿元, 同比增长 7.9%、10.4%、8.5%; 预计归母净利润分别为 26.66 亿元、31.88 亿元、36.66 亿元, 同比增长-0.8%、19.6%、15.0%; 对应 EPS 分别为 1.68 元、2.01 元、2.31 元; 对应 PE 分别为 9.5 倍、8.0 倍、6.9 倍。公司作为国内稀缺的航空货运综合服务平台, 空运、地服与综合物流解决方案三大板块协同发展, 具备较强盈利韧性与成长潜力。首次覆盖, 给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 国际贸易环境与美国关税政策变化风险, 跨境电商需求波动风险, 航空货运运价下行风险, 燃油价格上涨风险, 中东等地缘政治扰动导致航线运行不确定性上升风险, 宏观经济波动、行业竞争加剧及汇率波动风险。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	24,056	24,264	26,180	28,911	31,380
增长率 (%)	16.7	0.9	7.9	10.4	8.5
EBITDA(人民币 百万)	5,479	5,763	5,447	6,155	6,586
归母净利润(人民币 百万)	2,688	2,688	2,666	3,188	3,666
增长率 (%)	8.0	0.0	(0.8)	19.6	15.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.69	1.69	1.68	2.01	2.31
市盈率(倍)	9.4	9.4	9.5	8.0	6.9
市净率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(倍)	4.9	5.5	4.7	3.6	2.9
每股股息(人民币)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
股息率 (%)	4.0	3.7	4.2	5.0	5.8

资料来源:公司公告, 中银证券预测

目录

一、东航物流：运力与货站筑基，综合物流驱动增长.....	5
（一）公司简介：航空物流领先服务商，空地一体化航空物流网络	5
（二）主营业务：三大板块协同发展，构建航空物流核心能力	6
（三）财务概况：结构升级对冲周期波动，盈利韧性持续强化	7
二、航空物流行业：跨境驱动修复，运力趋稳下的结构竞争	11
（一）行业背景：国际航线驱动需求稳步增长，政策扰动加剧结构性分化	11
（二）行业供给：供给增速放缓，区域分化与机型升级重塑竞争格局	12
（三）行业需求：总量修复完成，跨境电商驱动结构性景气	15
（四）政策影响：美国关税与小包裹规则收紧，行业从增量扩张转向结构再平衡	18
（五）中东局势：运力收缩倒逼路径重构，运价分化加剧	19
三、主营业务：空地一体化协同，三大板块构筑盈利增长韧性.....	22
（一）航空速运：全货机腹舱协同，干线航网支撑盈利韧性	22
（二）地面综合服务：货站枢纽卡位，三类环节夯实运营底盘	25
（三）综合物流解决方案：双轮驱动与链路组织，构筑增长与盈利双韧性	27
四、盈利预测与估值.....	29
（一）盈利预测	29
（二）估值	30
五、风险提示	32

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.东航物流历史沿革.....	5
图表 2.东航物流股权穿透图.....	5
图表 3.2025 年东航物流主营业务服务领域.....	6
图表 4. 2025 年各地区营业收入占比.....	7
图表 5. 2020-2025 年公司营业收入变动(亿元).....	7
图表 6. 2020-2025 年公司归母净利变动(亿元).....	7
图表 7. 2020-2025 年公司营业成本变动.....	8
图表 8. 2020-2025 年公司营业成本拆分.....	8
图表 9. 公司主要板块毛利及毛利率(万元).....	8
图表 10. 2021-2025 年公司各业务板块毛利（万元）及毛利率.....	8
图表 11. 2018-2025 年公司 ROE 和资产负债率.....	8
图表 12. 2019-2025 年三大货航净利润变化(百万元).....	9
图表 13. 2021-2025 年公司营业收入结构.....	9
图表 14. 2025 年公司主要财务数据同比变动情况.....	10
图表 15. 我国航空物流发展阶段.....	11
图表 16. 上海浦东出境空运指数.....	12
图表 17. 2020—2025 年全球航空货运运力供给情况.....	13
图表 18. 2025—2044 年全球新飞机交付需求区域结构分配.....	13
图表 19. 2025 年全球航空货运市场各区域增长情况.....	14
图表 20. 2020-2025 年中国客运/货运飞机数量分布.....	14
图表 21. 2020—2025 年中国各机型结构数量分布.....	14
图表 22. 2021—2025 年中国货运飞机中大型机与中小型机数量分布.....	14
图表 23. 2020-2025 年全球航空货运市场需求增长情况.....	15
图表 24. 2025 年全球航空货运市场各区域增长情况.....	15
图表 25. 2020-2025 年全行业货邮运输量（万吨）.....	16
图表 26. 2020-2025 年国内/国际货邮运输量.....	16
图表 27. 2020-2025 年中国航司承运国际航线货邮情况（万吨）.....	16
图表 28. 2022-2028 年全球零售电商销售额及渗透率预测.....	17
图表 29. 2018-2025 年上半年跨境电商进出口总体情况（万亿元）.....	17
图表 30. 2019-2024 年生鲜电商市场交易规模及增长率（亿元）.....	18
图表 31. 2023 年至 2025 年 Q1 全球 CTK 变化（%）.....	19
图表 32. 2023 年 3 月-2026 年 3 月波罗的海空运价格指数.....	20
图表 33. 2023 年 3 月-2026 年 3 月上海出境空运价格指数.....	20
图表 34. 2023 年 3 月-2026 年 3 月中国香港出境空运价格指数.....	20

图表 35. 2023 年 3 月-2026 年 3 月法兰克福出境空运价格指数.....	20
图表 36. 2026 年 1 月主要航空货运贸易通道增长表现及拉动估算.....	21
图表 37. 亚洲航空燃油价格上涨速度快于原油价格.....	21
图表 38. 伊朗战争爆发以来的航空货运运价走势.....	21
图表 39. 航空速运业务营业收入及增速（百万元）.....	22
图表 40. 航空速运业务毛利率.....	22
图表 41. 2025 年航空速运成本构成.....	23
图表 42. 公司全货机载运率高于国货航.....	24
图表 43. 公司客机腹舱载运率略低于国货航.....	24
图表 44. 公司货邮运输量及增速（万吨）.....	24
图表 45. 公司货邮运输总周转量及增速（亿吨公里）.....	24
图表 46. 公司全货机日利用率及载运率.....	25
图表 47. 公司客机腹舱载运率.....	25
图表 48. 货站类型分类.....	25
图表 49. 2025 年地面综合服务成本构成.....	26
图表 50. 地面综合服务业务营业收入及增速（百万元）.....	26
图表 51. 地面综合服务业务毛利率.....	26
图表 52. 综合物流解决方案成本拆分.....	27
图表 53. 综合物流解决方案营业收入及增速（百万元）.....	27
图表 54. 综合物流解决方案毛利率.....	27
图表 55. 2018 年到 2025 年跨境电商解决方案业务收入情况.....	28
图表 56. 2018 年到 2025 年产地直达解决方案业务收入情况.....	28
图表 57. 公司收入拆分及预测(亿元).....	29
图表 58. 盈利预测与估值数据.....	30
图表 59. 东航物流营业收入预测（亿元）.....	30
图表 60. 东航物流营业成本预测（亿元）.....	30
图表 61. 东航物流与可比公司估值及 ROE 对比.....	30
利润表(人民币 百万).....	33
现金流量表(人民币 百万).....	33
财务指标.....	33
资产负债表(人民币 百万).....	33

一、东航物流：运力与货站筑基，综合物流驱动增长

（一）公司简介：航空物流领先服务商，空地一体化航空物流网络

东航物流是国内头部航空物流平台型企业，致力于为全球客户提供空地一体化物流服务。公司前身为上海东方远航物流有限公司，成立于 2004 年 8 月。2021 年在上交所挂牌上市，是国内航空货运领域的重要上市平台。资源端，公司以全货机与客机腹舱协同运营构建运力优势，截至 2025 年拥有 18 架 B777 全货机，并独家经营东航股份公司 800 余架客机的腹舱货运业务。地面端，公司在全国布局 17 个自营货站，并在上海等核心航空枢纽拥有较强货站资源优势，为公司在景气波动中提供较强的经营韧性 with 长期竞争壁垒。

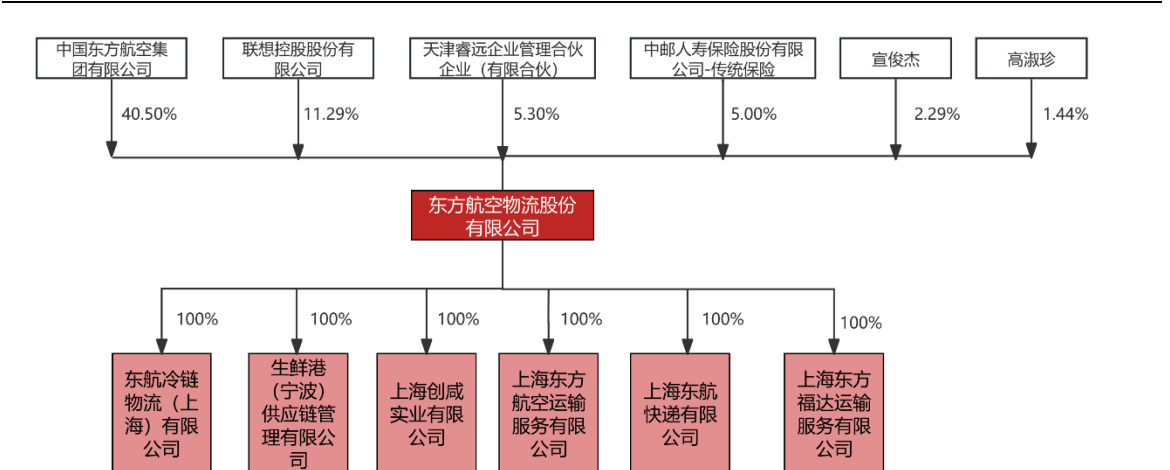
图表 1.东航物流历史沿革



资料来源：iFind，中银证券

中国东方航空集团为控股股东并为公司实际控制人。截至 2025 年年报，中国东方航空集团有限公司直接持有东方航空物流 40.50% 的股份，处于控股地位。除控股股东外，联想控股股份有限公司持股 11.29%，天津睿远企业管理合伙企业（有限合伙）持股 5.30%，中邮人寿保险股份有限公司（传统保险账户）持股 5.00%。

图表 2.东航物流股权穿透图



资料来源：公司公告，中银证券

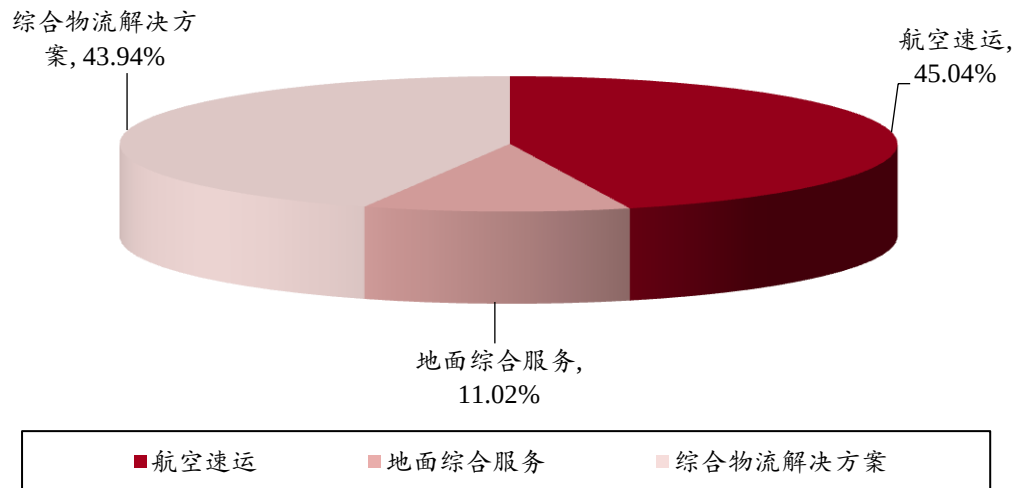
公司已形成覆盖国内外主要枢纽的空地一体化航空物流网络，并在航权、时刻和货站资源上建立稀缺优势。截至 2025 年末，公司拥有 18 架 B777 全货机，用于执飞欧美、亚太、中东等国际及地区航线，全货机航网覆盖纽约、洛杉矶、芝加哥、法兰克福、阿姆斯特丹、伦敦、巴黎、利雅得、布达佩斯、河内、首尔、新加坡、曼谷等多个国际城市，同时独家经营东航股份 800 余架客机的货运业务，航线网络通达全球 145 个国家和地区 945 个目的地。地面端，公司在全国 17 个枢纽机场设有自营货站。2025 年全年，公司航空速运实现货邮运输总周转量 87.87 亿吨公里、货邮运输量 171.42 万吨，全货机可用架数 15.91 架、日利用率 13.09；地面综合服务实现货邮处理量 269.78 万吨，空地协同能力持续强化。

2025 年，在美国加征对等关税、低值包裹免税政策调整及贸易政策不确定性上升的背景下，公司通过航网优化和货源结构调整强化经营韧性。公司及时响应市场需求变化，新增、复航 8 条全货机国际航线和 7 个国内外航点，深耕欧洲成熟市场，复航巴黎并加密法兰克福、阿姆斯特丹等重点航线，同时开拓东南亚新货源地市场，新开河内、复航曼谷，并大力发展东南亚经上海中转欧美业务，2025 年经上海空空中转货量达 9.24 万吨，同比增长 22.27%。综合物流解决方案方面，公司持续推动业务向更高附加值方向延展，产地直达业务由车厘子、三文鱼、龙虾等生鲜品类逐步拓展至医药等高附加值产品，并聚焦生鲜、医药等温敏货物供应链领域，推动航空冷链业务发展。2025 年，公司跨境电商进出口单量为 4838 万单，产地直达解决方案货量为 46356 吨，同比增长 44.86%。业务品类由生鲜拓展至医药冷链，服务范围也由进口延伸至进出口。为匹配业务升级，公司继续推进核心枢纽基础设施与自动化建设，对货站产能与冷链能力持续投入，浦东西区 3 号货运站二期土建项目期初余额为 3.00 亿元，对应工艺设备项目为 0.50 亿元，浦东物流中心新建冷库项目为 0.20 亿元。

（二）主营业务：三大板块协同发展，构建航空物流核心能力

东航物流主营业务由航空速运、地面综合服务与综合物流解决方案三大板块构成，分别对应运力供给、枢纽地面保障与端到端解决方案能力。2025 年，公司实现营业收入 242.64 亿元，同比增长 0.87%。归属于上市公司股东的净利润 26.88 亿元，同比增长 0.02%，经营规模与盈利水平整体保持稳定。其中，航空速运增长最为突出，实现主营业务收入 109.14 亿元，同比增长 20.79%，收入占比提升至 45.04%。综合物流解决方案实现主营业务收入 106.48 亿元，同比下降 14.65%。地面综合服务实现主营业务收入 26.71 亿元，同比增长 5.55%。在外部环境扰动下，公司通过优化货源结构、提升运营效率并深化解决方案服务，维持了核心业务韧性。

图表 3.2025 年东航物流主营业务服务领域



资料来源：公司公告，中银证券

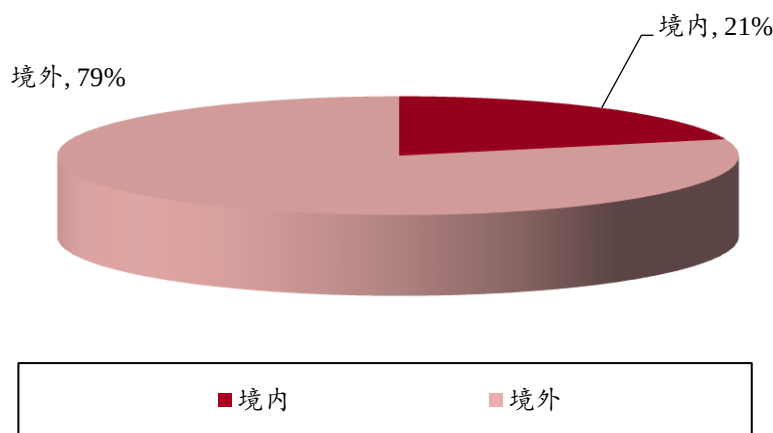
航空速运：全货机与客机腹舱协同，效率优化驱动稳健经营。2025 年，全年航空速运实现主营业务收入 109.14 亿元，同比增长 20.79%；毛利率 19.92%，同比提升 0.38 个百分点。运营端，公司全货机可用架数为 15.91 架，同比增加 1.91 架，全货机日平均利用小时达 13.09 小时，同比提升 0.08 小时并创历史新高；在统筹客货航线编排和充分利用客机腹舱资源的带动下，货邮运输总周转量达 87.87 亿吨公里，同比增长 11.13%，货邮运输量 171.42 万吨，同比增长 10.14%。

地面综合服务：深耕货站操作主业，枢纽资源禀赋夯实竞争优势。地面综合服务是公司在机场端的核心资源卡位业务。2025 年地面综合服务实现主营业务收入 26.71 亿元，毛利率 31.28%。运营端全年货邮处理量 269.78 万吨，其中进港 111.81 万吨、出港 157.97 万吨。由于货站业务偏劳动密集，基层员工薪酬上涨带来成本端压力，毛利率同比有所回落。

综合物流解决方案：深耕跨境电商与冷链，产品延伸带来增量弹性。2025 年该板块实现主营业务收入 106.48 亿元，同比下降 14.65%，毛利率 16.23%，运营端跨境电商进出口单量 4,838 万单。公司在业务侧持续深耕跨境电商物流解决方案，集中资源服务头部平台客户，生鲜冷链优势巩固、医药冷链持续拓展。2025 年，综合物流解决方案板块运营端跨境电商货量 93,817 吨，定制化物流解决方案货量 20,100 吨，产地直达解决方案货量 46,356 吨，同比增长 44.86%。

分经营地区看，公司收入结构以境外为主。2025 年公司主营业务收入为 242.33 亿元，其中境外 192.59 亿元，境内 49.73 亿元。境外收入贡献占比保持高位，公司业务重心更偏向国际航线与跨境货源，同时境内收入增长更快、占比有所提升。

图表 4. 2025 年各地区营业收入占比

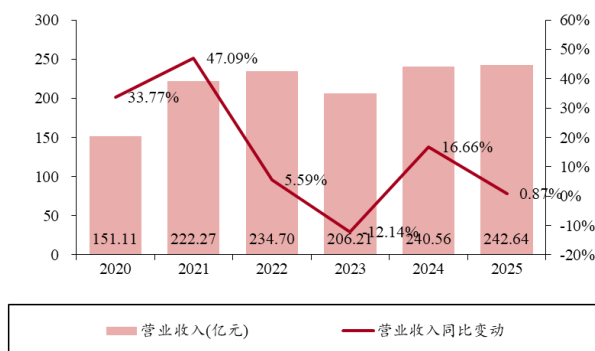


资料来源：公司公告，中银证券

（三）财务概况：结构升级对冲周期波动，盈利韧性持续强化

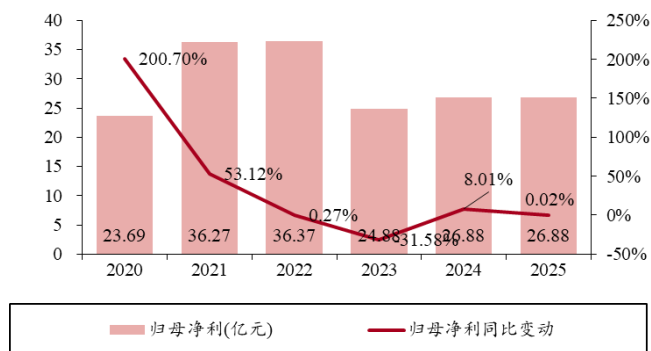
公司经营整体保持稳健，营收与利润在周期波动中呈现修复向上态势。2019 - 2024 年公司营业收入由 112.96 亿元增长至 240.56 亿元，期间 2023 年受外部环境 with 行业景气波动影响同比 -12.14%，但 2024 年在需求修复与业务结构优化带动下同比回升至 +16.66%。盈利端的归母净利润由 2019 年 7.88 亿元提升至 2024 年 26.88 亿元，在 2023 年同比 -31.58% 后，2024 年同比转为 +8.01%，盈利能力边际改善。2025 年，公司实现营业收入 242.64 亿元，同比增长 0.87%，收入规模整体保持平稳；实现归属于上市公司股东的净利润 26.88 亿元，同比增长 0.02%，盈利水平基本稳定。同期，公司经营产生的现金流量净额 62.02 亿元，同比增长 67.00%，现金流改善明显，具有较强的经营韧性与抗波动能力。

图表 5. 2020-2025 年公司营业收入变动(亿元)



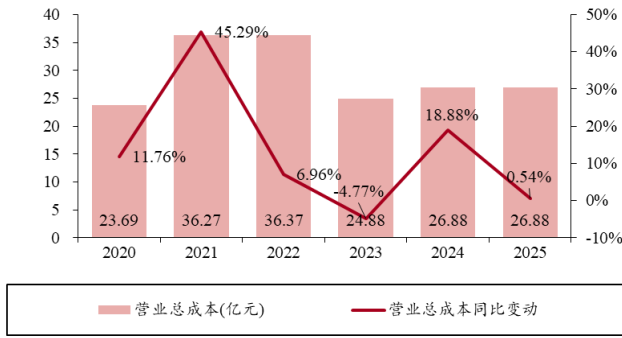
资料来源：ifind，中银证券

图表 6. 2020-2025 年公司归母净利变动(亿元)



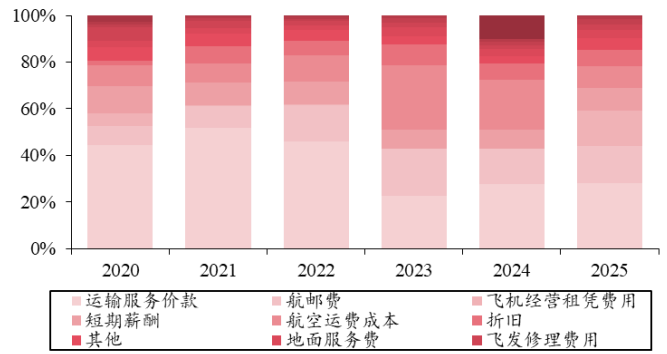
资料来源：ifind，中银证券

图表 7. 2020-2025 年公司营业成本变动



资料来源: ifind, 中银证券

图表 8. 2020-2025 年公司营业成本拆分



资料来源: ifind, 中银证券

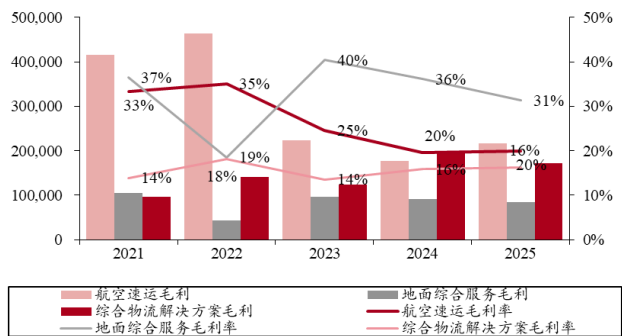
图表 9. 公司主要板块毛利及毛利率(万元)

		2021	2022	2023	2024	2025
航空速运	毛利	415,208.67	464,767.48	224,126.04	176,546.16	217,417.13
	毛利率(%)	33.40	34.99	24.58	19.54	19.92
地面综合服务	毛利	104,825.84	43,576.59	95,811.50	91,514.08	83,566.15
	毛利率(%)	36.52	18.51	40.48	36.16	31.28
综合物流解决方案	毛利	96,039.36	141,178.06	123,325.33	198,247.11	172,783.02
	毛利率(%)	13.90	18.06	13.52	15.89	19.55

资料来源: iFinD, 中银证券

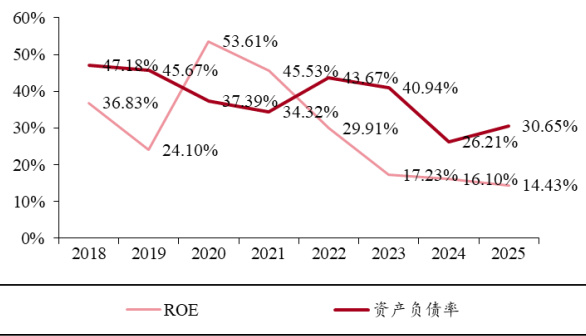
公司盈利结构在持续优化的同时，权益回报回归常态，财务杠杆保持稳健。分板块看，航空速运毛利率自 2021-2022 年的 33%-35% 逐步回落至 2024 年 19.54%，2025 年进一步变为 19.92%，毛利由 2024 年的 17.65 亿元增至 2025 年的 21.74 亿元，承运端受运价与竞争环境影响更大。地面综合服务毛利率整体维持在较高水平，2024 年为 36.16%、毛利 9.15 亿元，2025 年毛利率为 31.28%、毛利 8.36 亿元，枢纽货站等资源型业务较为稳定。综合物流解决方案毛利从 2021 年 9.60 亿元提升至 2024 年 19.82 亿元，毛利率 2024 年回升至 15.89%，2025 年毛利率进一步升至 19.55%，对应毛利约 17.28 亿元，对冲了运力端波动并增强盈利韧性。公司 ROE 在 2018-2021 年处于高位区间，2018 年 36.83%、2020 年 53.61%、2021 年 45.53%，此后逐步回落，2024 年为 16.10%，2025 年进一步降至 14.43%，在利润水平回归常态、业务结构调整与资本体量变化下权益回报趋于稳定。2018-2023 年资产负债率大体在 34%-47% 区间波动，2024 年降至 26.21%，2025 年回升至 30.65%，但整体看财务结构仍较为稳健。公司盈利贡献正向解决方案与枢纽服务倾斜，叠加杠杆降低带来的财务安全边际提升，有助于在行业景气波动中保持更强的抗风险能力与经营稳定性。

图表 10. 2021-2025 年公司各业务板块毛利（万元）及毛利率



资料来源: ifind, 中银证券

图表 11. 2018-2025 年公司 ROE 和资产负债率



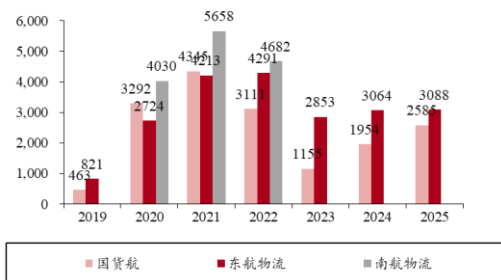
资料来源: ifind, 中银证券

从近年三大货航净利润变化看，东航物流在行业周期波动中表现出更强的盈利稳定性与修复能力。进入 2024—2025 年后，东航物流净利润回升至 30.64 亿元和 30.88 亿元，修复趋势较为明确，而国货航同期净利润为 19.54 亿元和 25.85 亿元，增幅相对有限。整体来看，东航物流在周期下行后具备较强利润修复弹性，且盈利水平相对更高且较为稳定，具备更强的抗周期能力。

与同行对比，东航物流的独特优势体现在：①上海核心枢纽卡位，公司以上海浦东为主基地，该机场是全球第二大货运枢纽，2025 年货邮吞吐量超 450 万吨，在航权、时刻与货源组织上具备不可复制性；②公司独家经营东航股份 800 余架客机腹舱，客机网络覆盖全球 145 个国家和地区 945 个目的地，并通过约定运输服务价款的方式开展客机货运业务，具有广覆盖腹舱运力资源；③全货机运营效率领先，2025 年公司全货机载运率 79.32%，国货航 68.19%，体现更强的货源组织与运力消化能力。

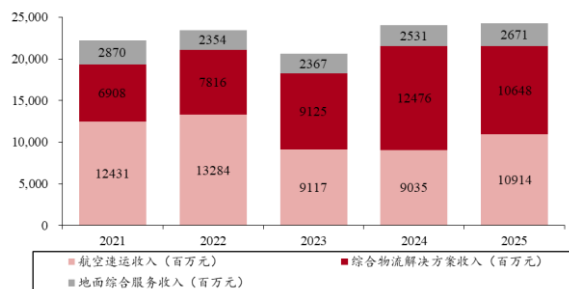
东航物流的优势在于三大板块形成互补结构，使收入来源更分散、抗波动能力更强。2021—2025 年，航空速运始终是公司业务基本盘，但其收入占比在 2023—2024 年明显下降，2025 年则重新回升至 45.04%，反映出承运端仍会受到运价与竞争环境变化的影响，但在公司航线优化和运力扩充下占比有所修复。与此同时，综合物流解决方案收入在 2024 年显著放量后，2025 年有所回落，但仍保持较高规模，占主营业务收入比重为 43.94%，仍是公司重要的收入来源。随着公司由单一运力承运向链路组织和产品化交付升级，收入稳定性更多来自客户黏性、服务深度与解决方案能力。具体来看，航空速运提供运力底盘，地面综合服务提供枢纽资源支撑，综合物流解决方案则贡献增长弹性并推动结构优化。三者协同之下，公司收入结构更趋均衡，盈利可持续性更强，也构成其相较同行更强利润韧性与修复能力的重要基础。

图表 12. 2019-2025 年三大货航净利润变化(百万元)



资料来源：iFind，中银证券

图表 13. 2021-2025 年公司营业收入结构



资料来源：iFind，中银证券

公司 2025 年财务表现总体延续稳健增长，收入端整体保持平稳，费用端保持克制，但成本结构有所分化，现金流则明显改善。公司 2025 年实现营业收入 242.64 亿元，同比增长 0.87%，整体基本保持平稳。成本端方面，营业成本为 195.02 亿元，同比增长 0.62%，增速低于收入，主要由于公司业务结构继续调整，综合物流解决方案中的航空运费成本同比下降 55.31%，对冲了贸易成本同比增长 53.12%、短期薪酬同比增长 18.91%以及航油费同比增长 3.98%带来的部分压力。费用端整体仍处于可控水平，销售费用 2.89 亿元，同比增长 21.94%；管理费用 4.35 亿元，同比增长 28.53%，反映公司在业务运营和组织投入上有所增加。与此同时，公司继续推进数字化转型，2025 年研发投入 0.59 亿元，同比增长 14.64%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 62.02 亿元，同比增长 67.00%；投资活动现金流净额为-18.87 亿元，较上年净流出有所收窄；筹资活动现金流净额为-29.76 亿元，较上年净流出亦有所收窄。公司在保持收入总体平稳的同时，持续加强组织能力和数字化建设，成本结构虽有扰动，但经营现金流明显改善，有助于提升公司穿越周期的经营韧性和长期竞争力。

图表 14. 2025 年公司主要财务数据同比变动情况

	2025 (元)	同比(%)	变动原因
营业收入	24,264,489,560.29	0.87	公司优化航线及货物结构、拓展航空冷链业务，对冲跨境电商物流解决方案业务下滑影响，收入略高于去年水平。
营业成本	19,502,487,233.91	0.62	航空运费成本同比下降 55.31%，但人工、航油、折旧、起降费及维修等成本随员工投入和全货机运力增加而上升。
销售费用	289,373,304.18	21.94	销售费用率同比增加 0.21 个百分点。
管理费用	434,932,180.49	28.53	管理费用率同比增加 0.39 个百分点。
财务费用	144,644,661.74	(49.93)	融资租赁飞机提前还本、利息支出减少及汇兑损失减少
研发费用	59,174,258.51	14.64	公司加大在数字化转型方面的投入
经营活动产生的现金流量净额	6,201,784,649.10	67.00	日常经营活动支出减少
投资活动产生的现金流量净额	-1,886,984,320.39	不适用	新增 4 架全货机及购置长期资产影响
筹资活动产生的现金流量净额	-2,976,178,278.05	不适用	租赁负债及一年内到期非流动负债变动影响

资料来源：公司公告，中银证券

二、航空物流行业：跨境驱动修复，运力趋稳下的结构竞争

（一）行业背景：国际航线驱动需求稳步增长，政策扰动加剧结构性分化

我国航空物流行业大体经历专业化分工、快运化融合、垂直化整合三大阶段。第一阶段以 2002 年三大航空集团重组为起点，航空公司推进客货并举，设立专业货运公司或货运部门，分别开展航空货运与航空快递，空中运输与地面保障逐步分工协同，物流环节走向专业化。第二阶段自 2007 年起，航空快递与航空货运竞争加速，航空货运向快递服务标准靠拢，管理更精细、更加重视时效，空地资源整合加强，服务链条延伸、产品开始细分。第三阶段以 2012 年跨境电商兴起为起点，行业竞争要素转向用户体验、时效标准与贸易便利化，服务商由关注商流与物流管理扩展到资金流与信息流的系统组织，呈现快供给、链路集成与专业化并进。业务更碎片化、多批次小批量特征突出，机场端也由节点服务向系统集成功能升级。

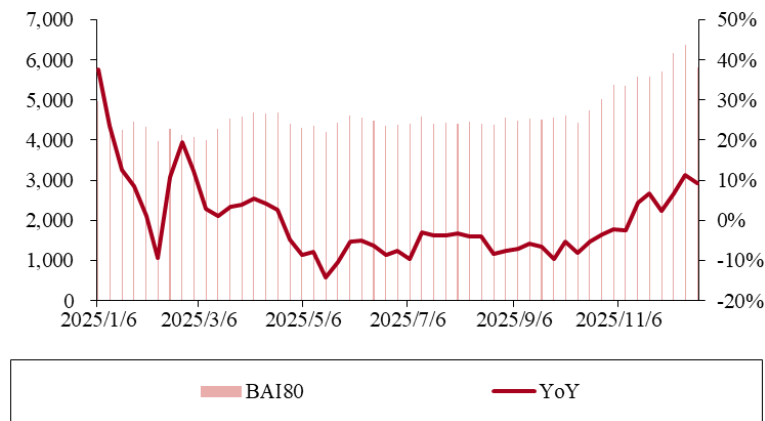
图表 15. 我国航空物流发展阶段



资料来源：中国民用航空，公司公告，中银证券

2025 年航空物流整体呈现需求稳步增长、供给温和扩张、国际链路结构性分化的特征。IATA 数据显示，2025 年全球航空货运需求（CTK）同比增长 3.4%，可用运力（ACTK）同比增长 3.7%，需求与运力增速基本匹配，行业从快速修复阶段进入平稳增长期。中国民航局数据显示，2025 年全行业货邮运输量首次突破 1000 万吨，达到 1017.2 万吨，同比增长 13.3%；货邮周转量同比增长 16.7%至 413.1 亿吨公里。结构上，国际航线仍是主要增长引擎，国际货邮运输量同比增长 22.1%，国内航线同比增长 7.3%，国际增速明显快于国内。2025 年行业增长仍主要由国际航线及跨境相关货源拉动，但美国关税政策调整及小额包裹免税政策取消对亚洲至北美航线形成扰动，部分货流向亚洲内部及亚欧航线转移，行业呈现结构性分化特征。**外部环境扰动下，国际航空物流景气呈现先压后修复的节奏，行业不确定性明显上升。**TAC Index 的上海浦东出境空运指数显示，2025 年二季度以来同比增速一度落入负区间，并在低位徘徊。在四季度 TAC 指数同比逐步回升并转正，同时指数水平明显抬升，在旺季带动下需求出现修复迹象。美国关税与小额包裹相关政策的频繁调整叠加全球经贸波动，容易放大跨境链路的需求波动与运价弹性，并通过货量、运力利用率与成本端的联动传导至盈利表现，对以国际航线尤其北美航线为重要市场的公司经营带来更高的不确定性。

图表 16. 上海浦东出境空运指数



资料来源: TAC index, 中银证券

(二) 行业供给：供给增速放缓，区域分化与机型升级重塑竞争格局

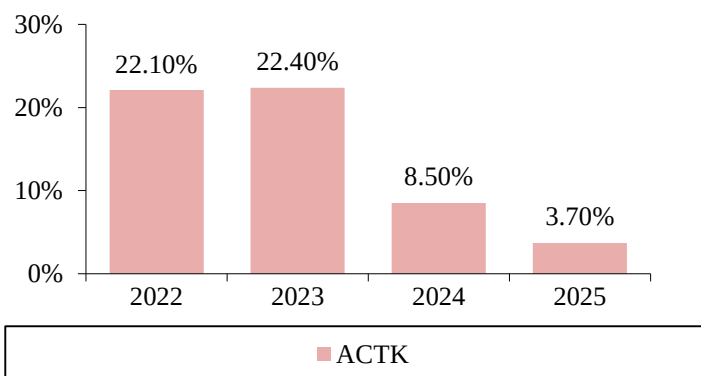
行业供给端明显改善，头部扩容带动运力从修复走向增量。 从公司层面的全货机数量变化看，航空货运供给在 2023 - 2025 年期间呈现持续改善，行业运力不再处于“缺口修复”的紧约束状态，而是进入更有序的扩张阶段。

国内头部货航中，三大航系货运平台均具备较扎实的自有运力底盘。东航物流 2023—2024 年全货机规模维持在 14 架左右，2025 年引进 4 架 B777 全货机，截至 2025 年末共有 18 架 B777 全货机；国货航 2025 年末拥有全货机 25 架，其中含 4 架已退役待转让，全年来看远程全货机运力进一步扩充；南航物流按招股书口径独家经营 17 架全货机，均为 B777F 大型全货机。与此同时，快递航空运力规模保持扩张，顺丰控股 2023 年运营全货机 103 架，其中自营 86 架，2024 年运营全货机 110 架，其中自营 89 架，2025 年末共运营管理 111 架全货机，其中顺丰航空自有机队规模达 90 架，反映电商与高时效货类需求仍在推动专用运力持续投入。

海外供给同样呈现“规模稳定、结构补强”的特征，但内部存在明显分化。DHL Express 全球网络拥有超过 300 架专用飞机，FedEx 2025 财年末机队合计 698 架，仍维持在约 700 架量级；传统货航则更多通过宽体货机结构补强提升干线运力，例如 Lufthansa Cargo 现有 B777F 机队 18 架。整体看，无论是国内还是海外，航司系货运平台、快递航空、国际快递巨头与传统货航均在 2023 - 2025 年维持扩张或高位稳定的运力布局，行业供给端持续向好。

目前行业供给端的主线运力修复已基本完成，新增投放明显趋缓，供给对景气的放大效应正在减弱。 疫情期间腹舱运力骤降带来巨大缺口，2020 年可用货运吨公里同比下降 44.3%。随着国际客运恢复，2021 - 2023 年行业供给连续三年快速回补，同比分别增长 16.2%、22.1%、22.4%。进入 2024 年后，供给增速回落至 8.5%，2025 年进一步放缓至 3.7%。**供给增速放缓主要有两方面原因，一是客运网络修复后，腹舱带来的自然增量减少，二是在外部贸易与政策不确定性上升的背景下，航司更倾向于稳投放、控制运力扩张节奏。** 供给从“补缺口”转向“稳增量”后，行业竞争焦点也随之迁移，竞争已从运力投放转向航线与枢纽网络效率、产品结构与客户结构的优化能力。在运力扩张放缓的背景下，存量运力的经营质量成为关键，航线网络与产品结构更优的企业，往往更能在景气起伏中保持收益稳定。

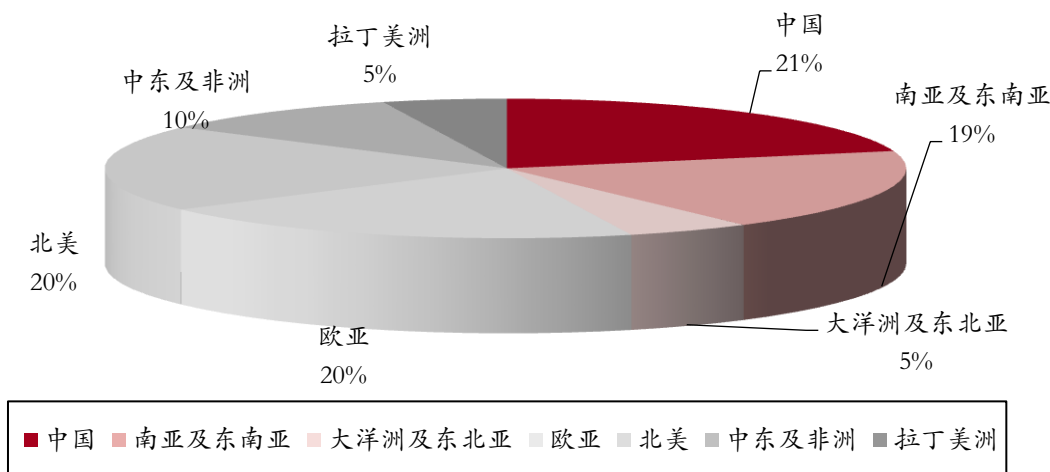
图表 17. 2020—2025 年全球航空货运运力供给情况



资料来源：IATA，中银证券

从区域供给分布看，运力投放重心仍高度集中在亚太与欧美主干市场，跨洲干线格局的底层逻辑仍是制造端与消费端的对接需求。根据波音《Commercial Market Outlook 2025—2044》预测，2025—2044 年全球新飞机交付需求将主要集中于亚太与欧美主干市场。其中，中国占比约 21%，南亚及东南亚合计占比约 19%，亚太地区合计约 40%，在全球航空运输需求增长中占据核心地位。欧洲与北美作为主要消费市场与进口通道，运力承接能力分别约占 20%。中东及非洲约占 10%，更多承担中转通道与枢纽分拨功能。拉美、大洋洲与东北亚占比均在 5% 附近，主要受制于贸易规模与航线密度。由于运力高度集中在上述主干链路，跨境干线尤其亚太至欧美方向的投放节奏变化，更容易对全球供需平衡与运价水平形成牵引。

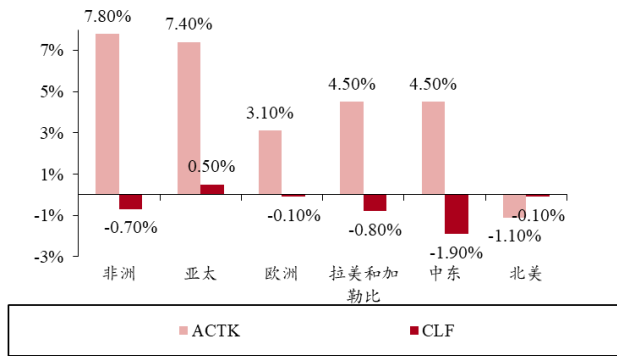
图表 18. 2025—2044 年全球新飞机交付需求区域结构分配



资料来源：波音《Commercial Market Outlook 2025—2044》，中银证券

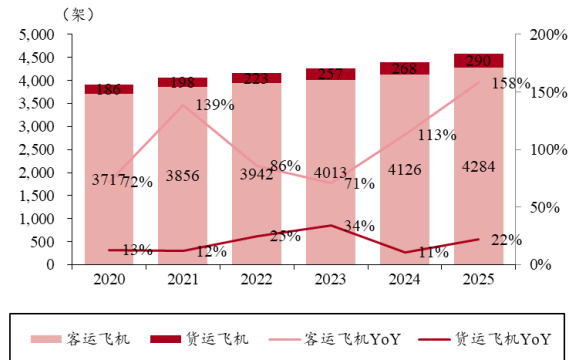
2025 年区域运力投放的节奏仍呈现明显分化，增量更多流向货源集中、通道属性更强的地区。从 2025 年全球航空货运可供货邮吨公里同比增速看，非洲增长 7.8%，亚太增长 7.4%，拉美和加勒比与中东均增长 4.5%，欧洲增长 3.1%，北美下降 1.1%。不同区域在制造与出口活跃度、跨境货源景气度以及枢纽中转网络完善程度上的差异，使得货源更旺、通道更顺的地区更容易吸收新增运力。值得关注的是，2025 年多数区域的载运率并未同步改善，新增运力对利用率形成一定摊薄。亚太载运率仅提升 0.5 个百分点，欧洲、北美分别下降 0.1 个百分点，非洲下降 0.7 个百分点，拉美和加勒比下降 0.8 个百分点，中东下降 1.9 个百分点。供给增加而载运率整体承压，反映出 2025 年运力投放较 2024 年更偏前置，部分区域新增供给快于需求修复，区域分化进一步加深。

图表 19. 2025 年全球航空货运市场各区域增长情况



资料来源: IATA, 中银证券

图表 20. 2020-2025 年中国客运/货运飞机数量分布



资料来源: 中国民用航空局, 中银证券

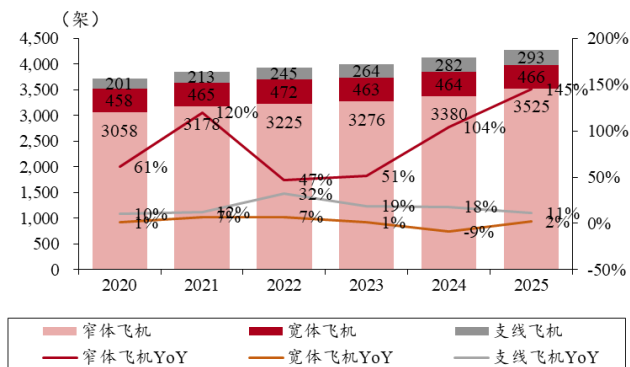
国内供给结构整体呈现腹舱修复、货机扩张、机型升级的趋势。国内需求端修复带动总量回升，推动运力供给侧向更适配跨境链路、干线化与规模化交付的方向调整。客机回升提供腹舱底盘，全货机扩张提供弹性，大型货机放量对应跨境与长航段需求权重上升。客机恢复带动腹舱供给回补，为行业需求修复提供稳定底盘。2020 - 2025 年，国内客运飞机数量由 3717 架稳步增至 4284 架。客机数量回升意味着腹舱运力同步修复，尤其对高频、分散、时效要求更强的电商与高附加值货类，腹舱供给能更快匹配“多批次、小批量”的需求形态，为行业需求修复提供更稳定的承载基础。

全货机扩张更快，需求的弹性部分主要由专用运力承接。同期，国内货运飞机由 186 架增至 290 架，从相对增幅看，货运飞机数量累计增幅明显高于客运飞机。全货机更适配跨境电商旺季波动、临时加班与包机需求，也能更好承接对航线时刻、舱位稳定性要求更高的产业客户货源。货机规模加速扩张，反映出市场对可控、可调、可保障的专用运力需求在抬升，行业需求正从“有没有运力”逐步转向“运力是否稳定、是否可组织”。

机型结构上窄体仍是主体，但与货运相关的关键增量更偏向宽体与干线运力。从机型结构看，窄体飞机数量始终占据绝对主导，构成国内航线与区域航线的运力底座。宽体飞机规模相对较小，但对国际航线与高价值货类更为关键，其腹舱对长航段的吨公里贡献更高。国内网络提供稳定的“集货一分拨”基础，而跨境链路的需求回升则更依赖宽体腹舱恢复与干线时刻供给。

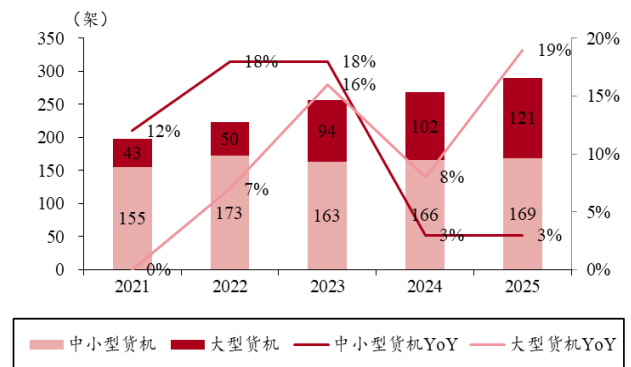
全货机向大型化倾斜，跨境与长航段需求权重提升。2021 - 2024 年，大型货机由 43 架增至 102 架，而中小型货机仅由 155 架增至 169 架，增量明显更多来自大型货机。大型货机更适合跨洲干线、稳定班期与规模化货源组织，这一结构变化意味着行业需求的主导力量正在向跨境电商、产业出海与更长航段的国际货源倾斜，带动运力供给从“补数量”转向“补结构”。

图表 21. 2020 - 2025 年中国各机型结构数量分布



资料来源: 中国民用航空局, 中银证券

图表 22. 2021 - 2025 年中国货运飞机中大型机与中小型机数量分布



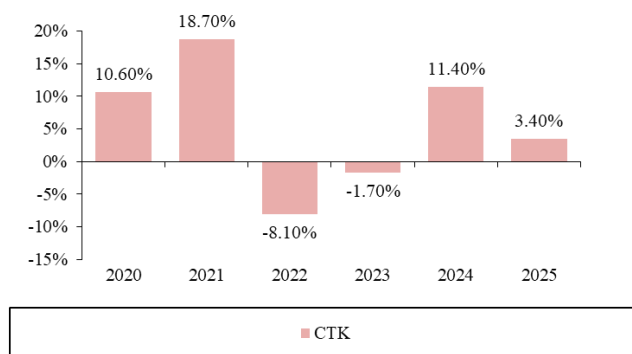
资料来源: 中国民用航空局, 中银证券

（三）行业需求：总量修复完成，跨境电商驱动结构性景气

全球航空货运需求复苏延续，增速回归常态。在全球供应链重构与跨境电商持续放量的带动下，疫情后航空货运需求经历了一轮完整的波动周期。2020-2021年，行业需求同比分别增长10.6%和18.7%，随后受外部环境扰动，2022-2023年分别同比减少8.1%和1.7%。2024年需求显著回升，同比增长11.4%，需求韧性得到验证。2025年受全球贸易政策不确定性上升等因素影响，需求增速将较前期明显放缓，全年全球航空货运需求按CTK口径同比增长3.4%。

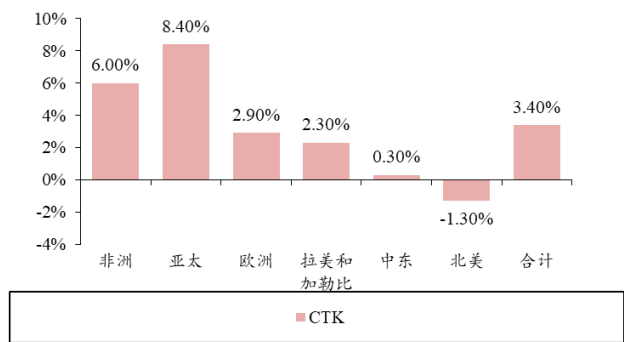
区域结构在2025年进一步分化，亚太继续领跑，北美仍然偏弱。航空货运需求修复仍主要集中在“生产端与转运端”更强的地区。按IATA披露的2025年全年CTK口径看，亚太需求同比增长8.4%，在各区域中表现最强，主要受益于制造业货源、跨境电商链路以及区域内和亚欧主干航线需求韧性较强；非洲同比增长6.0%，表现也相对靠前；欧洲、拉美和加勒比分别增长2.9%和2.3%，延续温和修复；中东仅增长0.3%，明显放缓；北美则同比下降1.3%，是唯一负增长地区，反映其在贸易政策扰动和部分航线需求承压背景下面临更大压力。对比2024年，全球航空货运需求同比增长11.3%，且非洲、亚太、欧洲、拉美和加勒比、中东、北美均实现正增长，2025年北美转为负增长，中东接近停滞，说明区域分化较2024年更加突出。

图表 23. 2020-2025 年全球航空货运市场需求增长情况



资料来源：IATA，中银证券

图表 24. 2025 年全球航空货运市场各区域增长情况

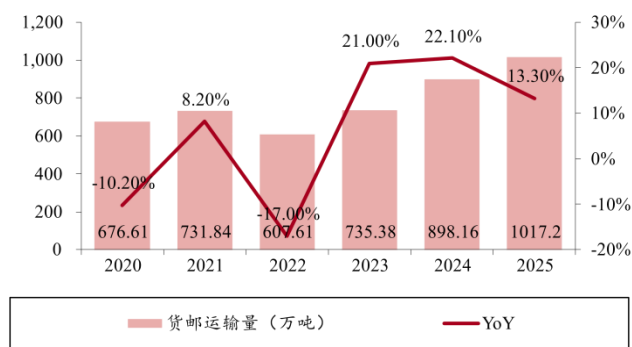


资料来源：IATA，中银证券

国内航空货邮在2025年延续修复态势，运量与周转量继续同步走高。经历2022年的低位调整后，货邮运输量在2023—2025年连续三年实现增长，2023年同比增长21.0%，2024年同比增长22.1%至898.16万吨，2025年进一步同比增长13.3%至1017.2万吨，首次突破1000万吨。货邮周转量增速同样保持较快水平，2025年同比增长16.7%至413.1亿吨公里。运输量与周转量同步抬升且周转增速更高，表明行业整体不仅运输规模持续扩大，单位运力对应的运输效率和航线周转水平也在同步提升，与需求端修复、国际航线恢复以及航线网络优化带来的效率改善相匹配。

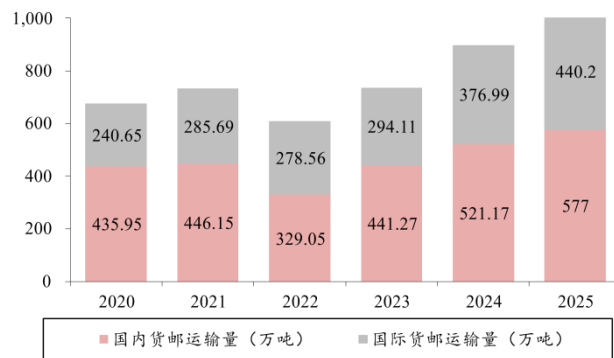
国际链路修复速度快于国内，增量贡献更突出。拆分国内与国际链路可以看到，行业增量更集中在国际方向。2020—2025年，国内货邮运输量由435.95万吨提升至577.0万吨，而国际货邮运输量由240.65万吨提升至440.2万吨，国际增幅更为显著。尤其在2025年，国际链路的抬升仍然更明显，背后主要由跨境电商、外贸货源增长以及国际航线持续恢复推动；同时国际航线运输距离更长、对周转量贡献更大，使得国际方向仍是拉动行业景气与效率改善的重要来源。

图表 25. 2020-2025 年全行业货邮运输量（万吨）



资料来源：中国民用航空局，中银证券

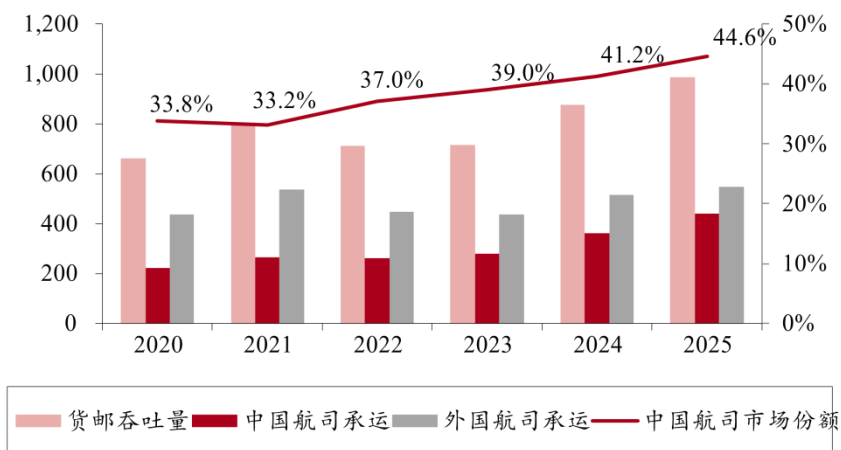
图表 26. 2020-2025 年国内/国际货邮运输量



资料来源：中国民用航空局，中银证券

中国航司份额上行，国际货源组织能力增强。随着中国品牌商与制造企业加快走出去、跨境电商平台快速崛起，国内航司不断强化与中国企业的出海协同，在国际航空物流链路中的承运份额随之提升。民航局数据显示，2025 年我国国际航线机场货邮吞吐量为 987 万吨，其中国航司承运国际货邮运输量达到 440 万吨，对应市场份额升至 44.6%，在经历疫情期间下滑后实现快速回升并创阶段新高。国内航司在国际货源获取、航线网络与运力调配上的能力提升，使国际航线增量更多向本土航空物流企业集中。

图表 27. 2020-2025 年中国航司承运国际航线货邮情况（万吨）

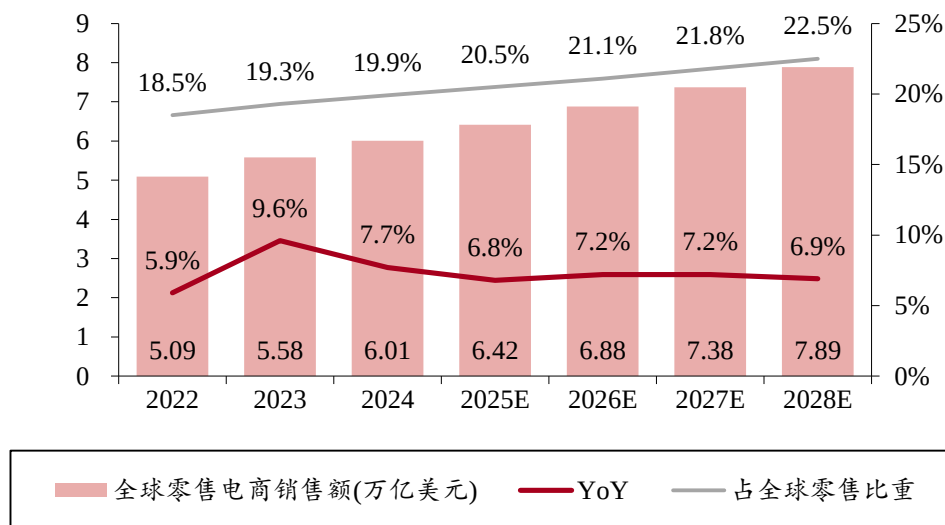


资料来源：中国民用航空局，中银证券

跨境电商延续景气，但外部政策扰动开始上升。从全球需求底盘看，全球零售电商规模仍在稳步扩张。eMarketer 预测，2022 - 2028 年零售电商销售额将由 5.09 万亿美元提升至 7.89 万亿美元，对应电商渗透率占全球零售比重由 18.5% 上行至 22.5%。从增速看，行业已从疫情后高位回落并趋于平稳，2024 - 2027 年同比增速大体在 6.8% - 7.7% 区间，预测 2028 年回落至 6.9%，体现行业进入更“稳增长”的阶段。

跨境电商内部呈现平台分化与区域分化特征。东南亚电商市场仍保持较快增长，Shopee 作为东南亚核心平台之一，Sea Limited 2025 全年业绩披露 Shopee 2025 年 GMV 达 1274 亿美元，同比增长 26.8%，订单量同比增长 27.2%，仍具备较强增长韧性。TikTok Shop 处于高速扩张阶段，Momentum Works 报告显示 TikTok Shop 2025 年全球 GMV 达 643 亿美元，同比增长 94%，其中东南亚 GMV 达 456 亿美元、同比翻倍，美国 GMV 达 151 亿美元、同比增长 68%，显示其增量主要来自东南亚和美国等重点市场。相比之下，Amazon 体量更大、增长更稳，美国证券交易委员会（SEC）报告显示 2025 年北美销售额同比增长 10%，国际销售额同比增长 13%，更多提供成熟市场需求底盘。整体来看，跨境电商需求并非均匀扩张，而是更多集中在东南亚、美国等高增长区域及头部平台，航空货运需求的边际变化需要重点关注高增长平台的订单扩张、履约节奏和区域结构变化。

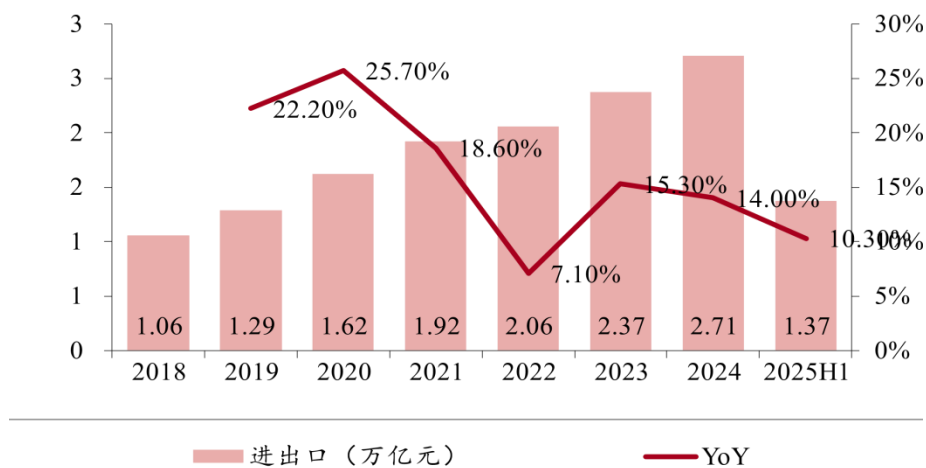
图表 28. 2022-2028 年全球零售电商销售额及渗透率预测



资料来源: eMarketer, 中银证券

从中国跨境电商供给侧与货源端看，进出口规模保持扩张趋势。2018 - 2024 年，跨境电商进出口额由 1.06 万亿元增至 2.71 万亿元，规模持续扩大。增速虽有波动但整体保持韧性，2022 年在外部环境扰动下回落至 7.1%，随后 2023 年修复至 15.30%、2024 年保持 14.00% 的两位数增长，2025 年上半年进出口额为 1.37 万亿元、同比增长 10.3%。在需求温和扩张的背景下，美国关税与小额包裹相关政策调整会影响跨境链路的成本与履约预期，并通过货量变化、航线调整和运力重新配置，使短期景气呈现阶段性波动。但从长期看，全球电商规模扩张与渗透率提升，仍为跨境航空物流提供了相对扎实的需求支撑。

图表 29. 2018-2025 年上半年跨境电商进出口总体情况（万亿元）

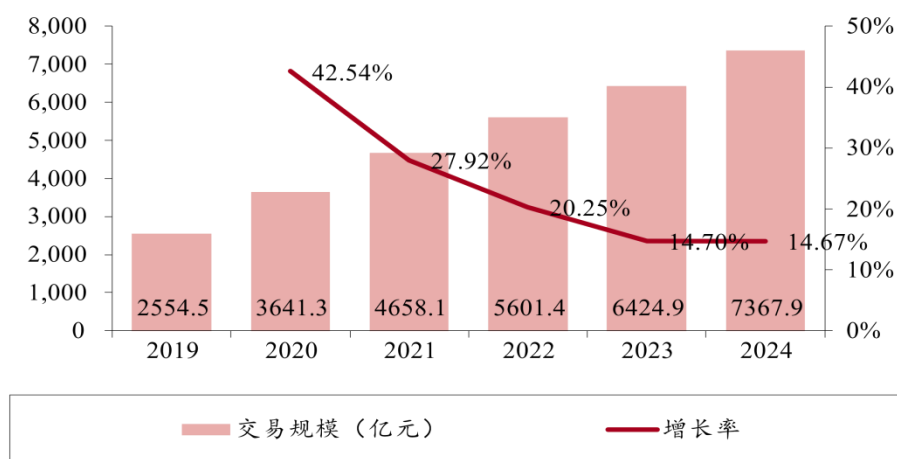


资料来源: 海关总署, 中银证券

冷链物流需求保持扩容，但增长正从高速放量转向更稳健的常态化阶段。伴随现代农业、食品加工与医药健康等产业升级，以及居民对生鲜品质与履约时效的要求提升，冷链服务的“品质化、精细化”需求持续上行，为冷链物流供给侧提质增效提供了更大空间。以生鲜电商为代表的需求端仍在增长，但边际增速已明显放缓。网经社数据显示，中国生鲜电商交易规模由 2019 年的 2554.5 亿元提升至 2024 年的 7367.9 亿元，规模持续扩大；同比增速自 2020 年的 42.5% 逐步回落至 2023 - 2024 年的 14.7%，反映行业进入“规模做大、增速趋稳”的阶段，竞争焦点也更偏向供应链稳定性、温控能力与履约效率。

头部物流企业加快冷链能力布局。南航物流围绕特殊货物和高时效货物形成“南航特运”“南航速递”等产品体系，其中“南航特运”覆盖医药、鲜活易腐、贵重货物、活体动物等类别，并提供药品 PHARMA CON、药品 PHARMA PIL、疫苗安心送等温控医药服务。顺丰则以冷运干线网和仓网为基础，叠加冷运店配、2C 宅配、同城即配等末端能力，为生鲜电商客户提供仓干配一体化冷链物流解决方案。东航物流于 2024 年 4 月整合内部冷链物流资源，成立民航领域首家冷链公司，并通过冷链业务资源整合和专业化运营提升航空冷链服务能力。

图表 30. 2019-2024 年生鲜电商市场交易规模及增长率（亿元）



资料来源：网经社，中银证券

（四）政策影响：美国关税与小包裹规则收紧，行业从增量扩张转向结构再平衡

贸易政策变化对航空货运的影响主要通过“货量结构—航线结构—运价与盈利”路径逐层传导。当前最具结构性的变量在于美国对低值包裹免税规则的实质性调整，其影响已由政策预期转为现实冲击。2025 年 8 月 29 日起，美国暂停对所有国家适用的 de minimis（800 美元以下小包裹免税）待遇，2026 年 3 月 5 日，底特律 Axle 公司提起诉讼，主张总统无权单方面终止国会设定的免税门槛，若法院裁定政府行为越权，de minimis 政策仍存在调整或恢复的可能，这将为跨境链路带来新的不确定性。在此背景下，2025 年全球航空货运总量虽仍创历史新高，但增长已由总量驱动转向结构驱动，de minimis 政策的收紧成为推动“亚美链路转弱、亚欧及区域内链路增强”的关键变量之一。

小包裹规则调整对航空货运的冲击较为明显，影响集中在亚洲—北美跨境链路。IATA 的量化估算提供了判断冲击规模的参照：2024 年美国通过空运以该类别进入的包裹超过 10 亿件，按单件 1.3 千克估算并假设约 45% 来自中国，对应年规模约 70 亿货运吨公里。这类 de minimis 贸易约占亚太货运吨公里的 7%，占全球航空货运量接近 3%。de minimis 货量回落对亚洲—北美航线产生直接冲击，货量波动加大、运价更不稳定，对旺季依赖跨境电商小包裹的承运人影响尤为明显。政策变化可能推动跨境电商货源路径和履约链路重新安排。GEODIS 和 Stord 均指出，de minimis 取消后，800 美元以下商品进入美国不再享受免税和简化清关待遇，电商包裹将面临美国关税成本和更复杂的清关流程；Supply Chain Dive 也提到，小包裹直邮模式可能受到影响，并推动企业调整进口方式和运力配置。因此，部分跨境电商品牌可能通过优化发货地、调整目的地市场、转向海外仓或第三国履约等方式降低政策冲击。Project44 指出，空运适用于时效敏感、高价值或易腐货物，尤其是科技、医疗、汽车和高端零售等依赖速度、可靠性和全球可达性的行业，对航空运输仍具有较强需求支撑。行业层面可能呈现低值小包裹波动加大、高价值和时效敏感货类相对稳健的结构分化。

但从实际运行结果看，政策影响并未表现为行业总量的简单收缩，而是更明显地体现在贸易流向与航线结构的再分配。IATA 在 2025 年市场通报中指出，北美—亚洲航线需求已连续数月走弱，而亚洲内部、亚洲—欧洲、亚洲—中东等航线保持更快增长，并将这一分化直接归因于美国关税政策及 de minimis 规则收紧。IATA 在 2025 年 12 月航空货运市场分析中指出，美国关税措施及取消 800 美元以下小包裹 de minimis 免税政策对亚洲—北美航线形成压力，并推动该航线在全球国际航空货运需求中的市场份额下降。与此同时，IATA 2026 年 1 月主要贸易通道数据显示，除亚洲—北美航线外，多数主要贸易通道货运量均实现增长，其中欧洲—亚洲、亚洲内部和中东—亚洲航线增速较高，说明政策扰动下航空货运需求更多体现为区域和航线结构的再平衡，而非行业总量的单向收缩。

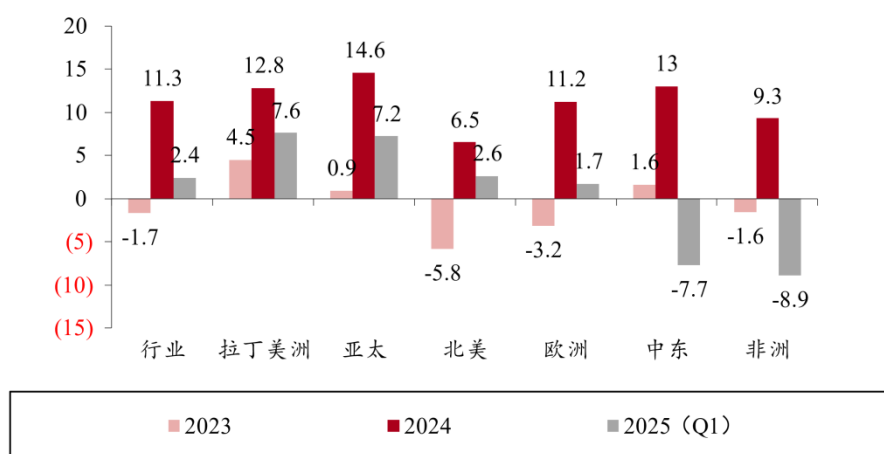
航空货运需求在 2024 年修复后正进入增速回落期，区域分化加深使后续波动更易被政策扰动放大。2024 年航空货运以货运吨公里计同比增长 11.3%，但 2025 年增长已从快速修复转向逐渐放缓。2025 年一季度航空货运增速为 2.4%，其中包含美国关税落地前抢先进口带来的阶段性支撑，后续增速更可能回落。IATA 对 2025 年全年增速的判断为同比仅增长 0.7%，对应的风险点表现为亚洲—北美相关货源波动加深，运价与载运率对需求变化的敏感度上升。

区域层面同样呈现出明显的结构差异。按 IATA 披露的 CTK 口径，2025 年一季度全球航空货运需求同比增长 2.4%，但区域表现明显分化。其中，非洲和中东分别同比下降 8.9%和 7.7%，拉美及加勒比和亚太分别同比增长 7.6%和 7.2%，北美和欧洲分别同比增长 2.6%和 1.7%。这种区域分化意味着增长质量并不均匀，贸易政策变化更容易在后续月份放大区域间波动。

运力修复接近完成后，行业竞争焦点已由运力规模转向运力结构与投放效率。2024 年行业运力同比增长 7.4%，2025 年一季度放缓至 3.2%，供给扩张受到供应链故障与飞机可得性不足的约束。结构上，客运长航线带来的腹舱恢复仍是运力增量的主要来源，2024 年腹舱运力同比增长 14.4%，2025 年一季度同比增长 4.3%，腹舱承担的货量占比升至 55%，向 2019 年的 59%靠近。全货机运力扩张相对温和，2024 年同比增长 4.5%，2025 年初同比增长 2.2%。在需求走弱与海运竞争增强的背景下，载运率从 2024 年的 45.9%小幅回落至 2025 年一季度的 45.6%，意味着载运率不再单边改善，更依赖航线结构与货源结构来维持。

财务端结构变化大于总量变化，行业盈利来源正在从景气驱动的高收益回归到以成本对冲与效率管控为主的稳态运行。IATA 预计 2025 年货运收益率同比下降 5.2%，对应货运量增速仅 0.7%，明显低于 2024 年的 11.3%，收益率下行成为更明确的主线。收入端虽仍预计同比增长 1.3%至 9,790 亿美元，但较此前预测下调 3 个百分点，反映旅客与货运收益率走弱叠加 GDP 与贸易预测下调的共同影响。成本端的对冲来自燃油价格下降与运力增长受限带来的非燃油成本回落，分别对应减少约 130 亿与 150 亿美元，但这并不意味着对货运企业完全利好——运力受限既抑制无序扩张，也意味着增长更依赖结构与效率而非简单加运力。资产负债端则延续修复，2023 - 2024 年现金流较稳健、资本开支因飞机不足被动压降，在高利率环境下推动行业去杠杆，IATA 预计 2025 年调整后净债务与 EBITDAR 比例约 2.8 倍，低于 2024 年估计的 3.1 倍，也显著低于过去十年约 4 倍的均值，行业财务更加稳健但增长更谨慎。

图表 31. 2023 年至 2025 年 Q1 全球 CTK 变化 (%)



资料来源：IATA，中银证券

（五）中东局势：运力收缩倒逼路径重构，运价分化加剧

中东局势升级正从供给端扰动全球航空货运格局。受区域冲突影响，中东多国空域关闭或实施飞行限制，阿联酋、卡塔尔等核心中转节点航班运行阶段性受阻。根据 DAST 交通数据速递相关统计，3 月 17 日中国境内至中东往返航班取消率为 59.2%，阿联酋航线整体航班恢复率仅 15.0%，中国境内至卡塔尔航线暂无航班。中东枢纽运行受限使依赖该区域衔接的亚欧、亚非链路面临改道、绕飞或取消压力，航程延长和飞机、机组重新调配进一步降低周转效率，压缩实际可用运力。整体来看，区域性供给收缩和航班时刻不确定性上升，推动订舱难度加大，市场运行效率阶段性下降。

与疫情期间全行业运价普涨不同，本轮供给冲击并未推高全球航空货运价格中枢，而是呈现显著的结构性分化。Xeneta 数据显示，中东空域关闭和航班取消在短时间内移除约 16%—18% 的全球航空货运运力，但冲击并非均匀分布，而是集中在依赖中东枢纽和海湾航司承运能力的航线。Xeneta 数据显示，受供给收缩、绕飞改道和部分货源转移影响，截至 2026 年 4 月 5 日，受中东空域扰动影响，南亚至欧洲、欧洲至中东、南亚至中东、东南亚至欧洲等航线现货运价涨幅显著放大，其中南亚至欧洲航线一度上涨 105%。全球现货运价也受到阶段性推升。本轮运价变化的本质是供给侧扰动引发的局部供需错配，而非全球航空货运需求的同步扩张，行业运价体系由此呈现更加明显的分层运行特征。

在结构性涨价中，欧亚航线成为最主要的承压与支撑区域。中东枢纽受阻后，运力被迫向欧洲方向再配置，但绕飞与航程拉长导致单位有效供给不升反降，加剧局部紧张。同时，波斯湾海运受阻引发时效敏感货源转向空运，进一步抬升亚欧空运需求。叠加欧亚航线本身具备规模优势与较高增速，在多重因素共振下，该链路供需错配被持续放大，成为本轮运价上行的核心方向。

成本端则对全行业形成更普遍的约束。航油作为核心可变成本，在亚洲区域涨幅显著高于原油，炼油价差走阔使得燃油成本被动抬升。空域受限带来的绕飞进一步提高单位吨公里燃油消耗，叠加航班稳定性下降带来的额外运营支出，行业整体成本持续上行。由于运价仅局部改善，航司通过附加费转嫁成本的能力受限，行业普遍呈现成本上行快于收入改善的格局，盈利空间被整体压缩。

总体来看，中东局势对航空货运的影响并非全局性价格上涨，而是以供收缩推动航线重构、运价分化，并以普遍性成本抬升压制行业盈利。未来行业将呈现运价区域分化加剧、盈利由成本控制与航线调度能力决定的格局，具备高效网络与成本管理能力的企业将在波动中获得更强韧性。

图表 32. 2023 年 3 月-2026 年 3 月波罗的海空运价格指数



资料来源: iFind, 中银证券

图表 33. 2023 年 3 月-2026 年 3 月上海出境空运价格指数



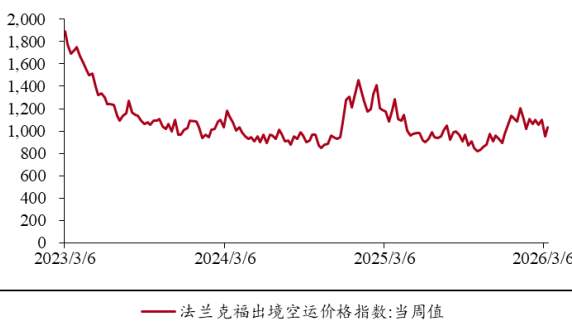
资料来源: iFind, 中银证券

图表 34. 2023 年 3 月-2026 年 3 月中国香港出境空运价格指数



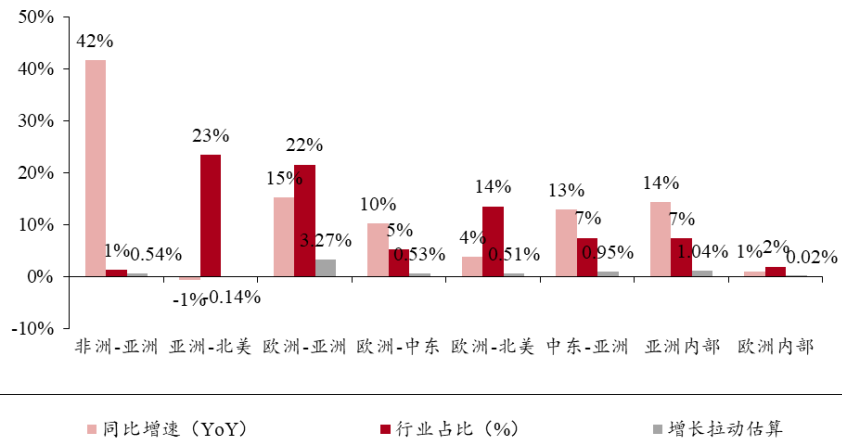
资料来源: iFind, 中银证券

图表 35. 2023 年 3 月-2026 年 3 月法兰克福出境空运价格指数



资料来源: iFind, 中银证券

图表 36. 2026 年 1 月主要航空货运贸易通道增长表现及拉动估算

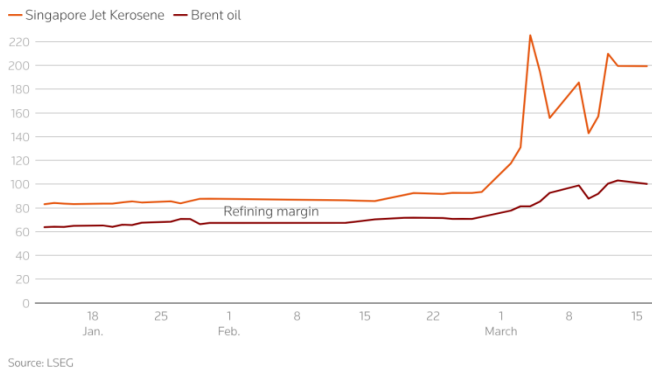


资料来源: IATA, 中银证券

图表 37. 亚洲航空燃油价格上涨速度快于原油价格

Asia jet fuel price rising faster than oil price

Jet fuel costs more than oil because of the refining margin, but the difference between the two prices has become extreme since the U.S. and Israel launched attacks on Iran

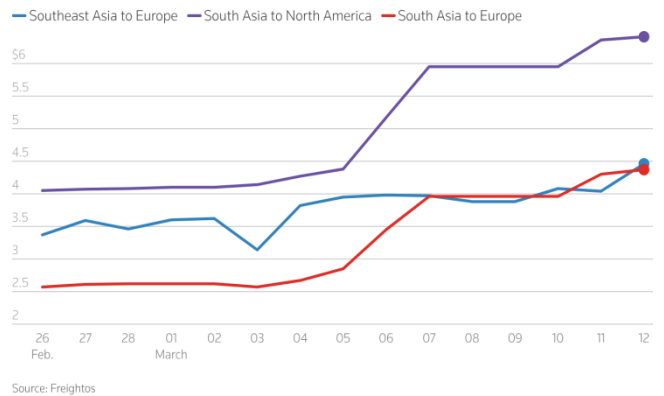


资料来源: Reuters, 中银证券

图表 38. 伊朗战争爆发以来的航空货运运价走势

Air cargo rates since start of Iran war

U.S. dollars per kg



资料来源: Reuters, 中银证券

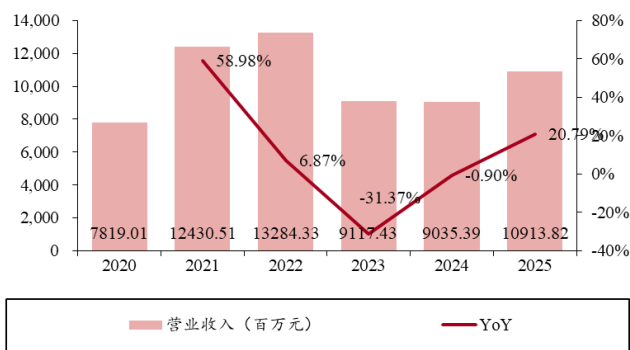
三、主营业务：空地一体化协同，三大板块构筑盈利增长韧性

（一）航空速运：全货机腹舱协同，干线航网支撑盈利韧性

航空速运是公司运力端的核心底盘，公司通过全货机运输与客机腹舱运输协同，为客户提供覆盖国内外主要航线网络的多层次航空物流服务。截至 2025 年末，公司拥有 18 架 B777 全货机，B777F 净业载 102.0 吨，航程 4,970 海里，兼具载重与远程运输能力。全货机航网覆盖洛杉矶、芝加哥、纽约、法兰克福、阿姆斯特丹、伦敦、巴黎、利雅得、布达佩斯、河内、首尔、新加坡、曼谷等 20 个国际城市。同时依托东航股份全球航线及天合联盟网络，航线可通达全球 145 个国家和地区、945 个目的地。公司持续增强自有运力与网络覆盖，完善时效快、覆盖广、保障强的航空速运产品体系，为制造业出海与跨境贸易提供稳定的国际航空物流支撑。

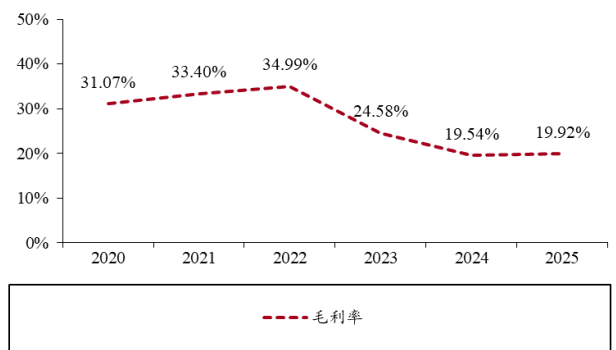
航空速运收入与盈利水平受行业景气影响更为直接，呈现出典型的周期弹性。收入端在 2021 - 2022 年随景气上行快速扩张，2021 年同比增长 58.98%，2022 年收入达到阶段高位 132.84 亿元。此后随着运力修复、运价回落，2023 年收入同比下降 31.37%，进入调整期。2024 年收入基本企稳，同比小幅下降 0.90%，2025 年收入同比增长 20.79%至 109.14 亿元，呈现明显修复态势。毛利率同样在高景气阶段处于较高水平，2022 年达到 34.99%，但自 2023 年起明显回落，2024 年降至 19.54%，2025 年回升至 19.92%，同比提升 0.38 个百分点。整体来看，航空速运作为运力底盘业务，在景气上行时收入与利润弹性更强，而在运价下行阶段则回归更偏常态的盈利水平。

图表 39. 航空速运业务营业收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，中银证券

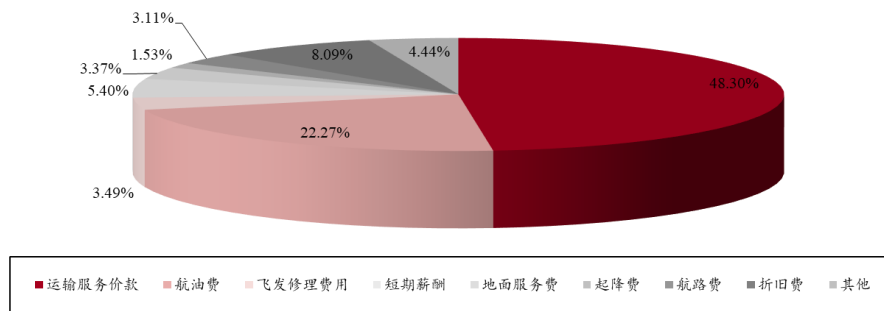
图表 40. 航空速运业务毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

航空速运业务以时效为核心，面向不同交付要求形成差异化产品体系，主要涵盖快运、特种货运与普货三类。快运业务对应运输时限要求更高的货物，提供机场到机场的快件运输服务，并配套退改类服务承诺。产品形态包括当日达、次日达等，强调通过内部资源统筹匹配最优航路与舱位保障。同时，公司也提供更具灵活性的延时类时限产品，如三、五、七天等，以适配不同客户的时效与成本偏好。特种货运业务面向具有特殊操作要求的货物，依据国际航空运输协会相关规则提供专业化运输方案，覆盖危险品、冷链医药及生物制品、医疗设备等对温控与规范操作要求较高的品类，并通过全程监控与标准化流程保障运输安全与稳定。对于艺术品、贵重物品、活体动物等高附加值或高风险货类，则通过专门的产品设计与操作规范提升交付安全性。普货业务主要服务于无特殊属性及操作要求的货物运输需求，覆盖常规货物以及按货物运输的旅客行李等，提供标准化的航空承运服务。

图表 41. 2025 年航空速运成本构成



资料来源：公司公告，中银证券

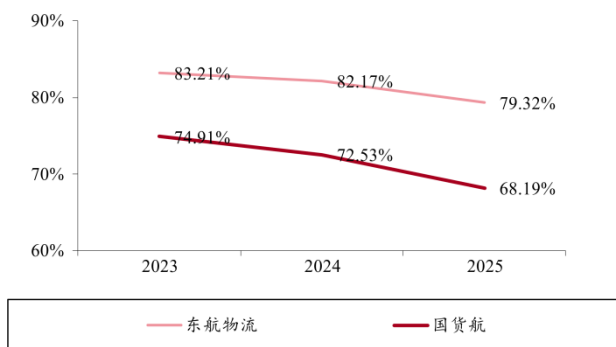
航空速运的成本结构以运输履约类支出为核心，叠加燃油与固定性成本共同构成主要成本盘面。根据 2025 年年报成本拆分数据，航空速运板块中运输服务价款占比最高，为 21.65%，主要系客机货运业务运输服务价款；航油费占比 9.99%，是影响成本波动的重要可变成成本项；折旧费占比 3.63%，短期薪酬占比 2.42%，地面服务费占比 1.51%，飞发修理费用占比 1.57%，起降费占比 0.68%，航路费占比 1.39%，其他成本（主要为贸易成本，与产地直达业务规模扩大相关）占比约 55%。中东局势对航空速运成本端的扰动，主要通过航油价格上行、绕飞导致的履约成本抬升以及航路起降相关支出增加来体现。航空速运成本结构中，航油费占比较高，是影响成本波动的核心变量，主要受航油价格及全货机运力投入变化影响，对利润弹性的压制最为明显；而折旧、薪酬等固定性成本短期波动相对有限。整体上，外部冲击会使成本压力更多集中于可变成成本端，并阶段性压缩航空速运板块毛利率。

在中东局势扰动背景下，公司航网结构具备一定抗冲击和结构承接能力。一方面，公司全货机航网覆盖欧美、亚太、中东等国际及地区航线，且此前已形成“欧美为主、亚太为辅”的国际航网结构，对单一中东中转链路的依赖相对有限；同时，公司深耕欧洲成熟市场，复航巴黎并加密法兰克福、阿姆斯特丹等重点航线，有助于在亚欧链路重构中承接部分替代需求。另一方面，公司以上海为核心枢纽、以广深为重要布局，具备较强的航线组织和货源调配基础；2025 年公司亦开拓东南亚新货源市场，并发展东南亚经上海中转欧美业务，有助于增强区域中转和货源组织能力。但中东局势仍可能通过航油价格、绕飞成本、战争风险费用和航班时刻不确定性对公司成本端与履约稳定性形成阶段性扰动。

同时，在行业供给增速放缓、飞机可得性不足的背景下，公司通过以下策略优化运力配置与发运节奏：①提升存量运力效率，2025 年全货机日利用率提升至 13.09 小时，创历史新高，通过优化排班与航线调度挖掘现有运力潜力；②有序扩大机队规模，夯实自有运力底盘。公司持续推进全货机运力扩充，2025 年引进 4 架 B777 全货机，截至 2025 年末共有 18 架 B777 全货机，机队平均机龄 4.25 年，机型统一且机龄较低，有助于提升运行效率并降低单位运营成本；③持续优化航网布局，提升区域调配和中转组织能力。公司依托“18 全货机加 800 客机腹舱加 N 外采运力”的运力体系，持续推动航网从“线段式”向“枢纽网络式”转变；④提升客货协同与运营组织效率，坚持“客货并举、客货联动、客货一体”，深化客货运网络、客机腹舱与全货机资源的动态优化与高效协同，提升全链路运输效率与可靠性。

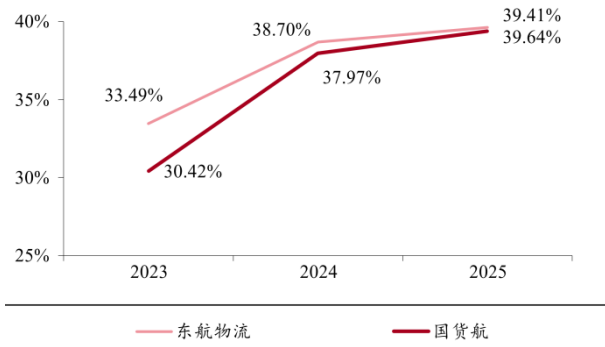
总体来看，公司航网结构以欧美干线为核心、亚太为补充，并依托国内枢纽强化中转能力，在本轮中东扰动中具备较强的适应性与承接能力。中东局势对公司的影响呈现为“供给扰动带来结构性需求机会，同时成本端上行对利润形成一定约束”，整体利大于弊。

图表 42. 公司全货机载运率高于国货航



资料来源：公司公告，中银证券

图表 43. 公司客机腹舱载运率略低于国货航

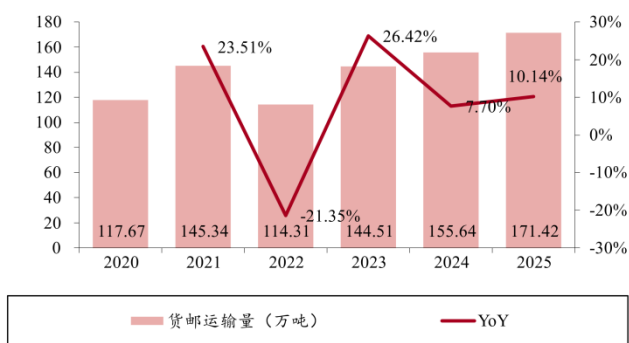


资料来源：公司公告，中银证券

与同行国货航对比看，公司在全货机端的运营效率优势更为突出。2023 - 2025 年，公司全货机载运率始终高于国货航。2024 年公司全货机载运率为 82.17%，国货航为 72.53%，在干线网络组织与货源获取上体现出更强的载运能力与运力消化效率。2025 年行业景气虽有波动，公司全货机载运率仍保持 79.32%，高于国货航同期水平，差距依旧明显。客机腹舱方面，公司载运率与国货航基本处于同一水平。2024 年公司客机腹舱载运率为 38.70%，国货航为 37.97%；2025 年公司客机腹舱载运率为 39.64%，同比提升 0.94 个百分点。整体来看，公司在全货机运营端保持更高的载运率，意味着在核心国际干线市场中单位运力的收益挖掘能力更强，同时腹舱业务亦维持与同行接近的运行效率，为公司航空速运板块的盈利韧性提供支撑。

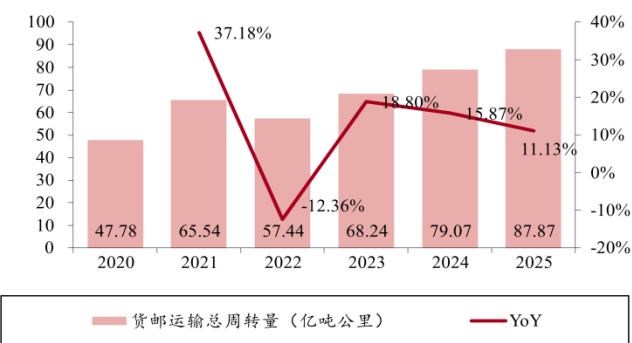
航空速运业务呈现“量稳、周转更强、效率保持高位”的运行特征。货邮运输量在 2021 年放量后经历 2022 年回调，2023 年逐步修复，2024 年达到 155.64 万吨，同比增长 7.70%，2025 年进一步提升至 171.42 万吨，同比增长 10.14%，需求端回暖下运量稳步抬升。相比之下，周转量弹性更足，2024 年货邮运输总周转量提升至 79.07 亿吨公里，同比增长 15.87%，2025 年进一步增至 87.87 亿吨公里，同比增长 11.13%。2024—2025 年，公司货邮周转量增速持续快于货邮运输量增速，反映航线结构向更长航段倾斜、国际干线贡献提升，单位货量带来的吨公里产出逐步走高。

图表 44. 公司货邮运输量及增速（万吨）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 45. 公司货邮运输总周转量及增速（亿吨公里）

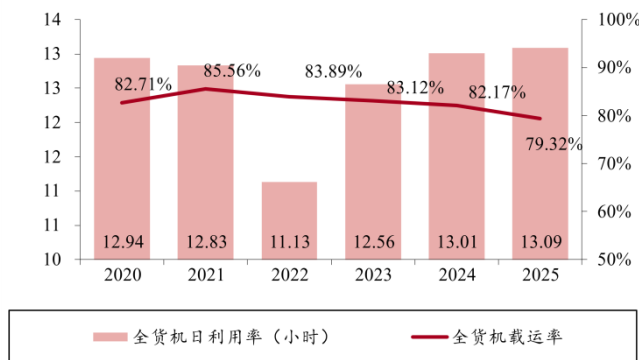


资料来源：公司公告，中银证券

全货机端的优势更多体现在高强度利用与较高载运率的组合。2024 年全货机日均利用小时为 13.01 小时，载运率 82.17%，在行业运力持续修复的背景下仍能维持高位运行，说明公司在干线排班与货源组织上具备较强的消化能力。2025 年全货机日利用率进一步提升至 13.09 小时，创历史新高，载运率虽小幅回落至 79.32%，但仍处于行业领先水平，体现公司在运力扩张的同时保持了较高的运营效率。

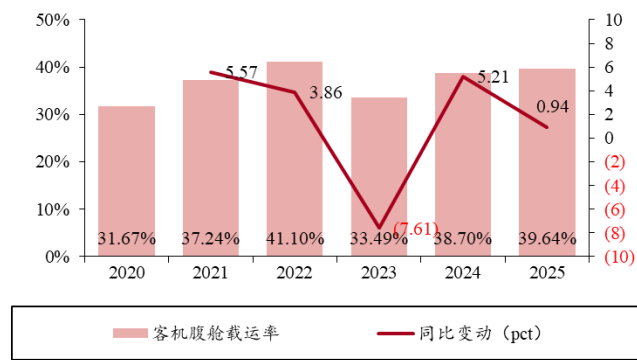
客机腹舱端则体现精细化管理带来的效率改善。2024 年客机腹舱载运率提升至 38.70%，同比提升 5.21 个百分点，在腹舱供给随客运恢复而回补的背景下仍实现效率上行。2025 年客机腹舱载运率为 39.64%，同比提升 0.94 个百分点，继续保持改善态势。公司通过航线结构优化与空地协同组织，在运量稳步增长的同时拉动周转提升，并以全货机与腹舱两类运力的效率改善增强航空速运的经营韧性。

图表 46. 公司全货机日利用率及载运率



资料来源：公司公告，中银证券

图表 47. 公司客机腹舱载运率



资料来源：公司公告，中银证券

(二) 地面综合服务：货站枢纽卡位，三类环节夯实运营底盘

地面综合服务是公司在机场端的核心作业与资源卡位业务，围绕货站操作、多式联运与仓储等关键环节提供一体化地面保障，与航空速运形成协同支撑。公司依托全国 17 个枢纽机场自营货站，在上海、北京等核心口岸为代表的 11 个城市 12 个机场开展地面服务，覆盖航班进出港货物的组板、理货、中转及单证信息处理等高频作业。同时面向航司与货代客户提供国内段卡车航班、两场驳运与场内驳运等多式联运服务，并配套普货及温控、危险品、贵重品、活体动物、超限货等多样化特种仓储设施与海关监管区仓储能力，提升特殊货类的保障广度与交付稳定性。

地面综合服务可按作业链条划分为货站操作、多式联运与仓储三类环节，分别对应航空货物在机场端的装卸分拨、地面转运衔接与临时存储增值服务。货站操作环节围绕航班进出港货物提供组板、分拣、理货、中转及货邮单证信息处理等高频作业，并承担揽收与临时存放功能，是航空运输网络在机场端的落地节点。多式联运环节是指公司面向航司与货代客户提供国际进出港货物的国内段延伸运输服务，主要包括卡车航班及内场驳运等业务形态，一方面承接国际进出港货物在国内段的集疏运需求，另一方面覆盖两场驳运与场内短驳等机场间、场区内衔接运输，配套装卸、分解与理货等服务，强化空地接力效率。仓储环节以货站为核心将仓储功能集聚在机场周边，除普货仓储外，还配置温控仓库、危险品仓库、贵重品仓库、活体动物仓库及超限货物仓库等多样化特种仓储设施，并可提供海关监管区仓储服务，以支持报关、查验等口岸操作，满足特殊货类的合规与温控需求。总体来看，三类环节共同构成机场端从作业处理到地面衔接、再到仓储保障的闭环，使地面综合服务成为航空速运的重要延伸与保障。

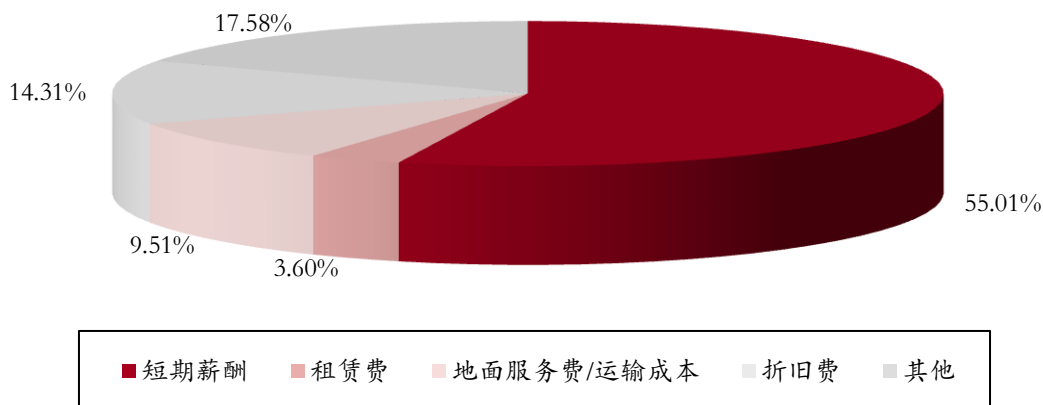
图表 48. 货站类型分类

货站类型	功能定位	代表性货站
一级枢纽	当地机场货运年吞吐量超过 15 万吨，且进出港货量高于 3 万吨，同时货站进出港货运操作总量超过机场货运年吞吐量 40%，货站操作业务成熟的货站	上海本地货站、北京大兴货站
次级枢纽	当地机场货运年吞吐量超过 15 万吨，且进出港货量高于 3 万吨，但货站进出港货运操作总量不足机场货运年吞吐量 40%，不仅需支持当地货站操作等基本的地面综合服务业务，同时在特种仓储等增值服务发展上具备潜力的货站	昆明、南京、西安、武汉等地货站
三级枢纽	当地机场货运年吞吐量低于 15 万吨，或进出港量低于 3 万吨，其主要业务为保障货站操作等基本的地面综合服务业务的货站	太原、合肥、青岛、济南、兰州等地货站

资料来源：公司招股说明书，中银证券

货站操作业务中，公司按枢纽能级将自营货站划分为一级枢纽、次级枢纽与三级枢纽，主要依据当地机场货运年吞吐量、进出港货量规模，以及货站进出港操作量占机场年吞吐量的比例来界定。一级枢纽要求机场年吞吐量超过 15 万吨且进出港货量高于 3 万吨，同时货站操作量占比超过 40%，定位为成熟的核心枢纽，代表为上海本地货站、北京大兴货站。次级枢纽同样满足 15 万吨与 3 万吨门槛，但操作量占比不足 40%，既承担基础货站操作，也具备向特种仓储等增值服务延展的空间，代表包括昆明、南京、西安、武汉等。三级枢纽则对应年吞吐量低于 15 万吨或进出港量低于 3 万吨的节点货站，以保障基础地面综合服务为主，代表包括太原、合肥、青岛、济南、兰州等。

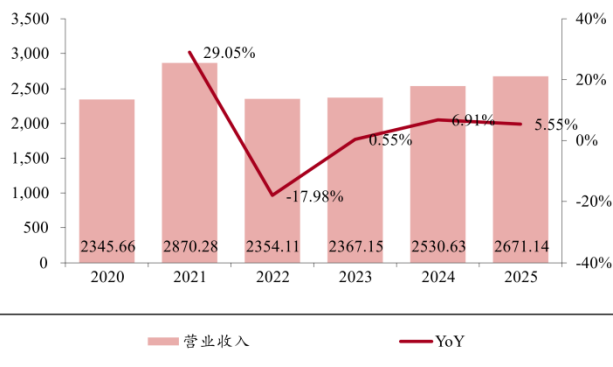
图表 49. 2025 年地面综合服务成本构成



资料来源：公司公告，中银证券

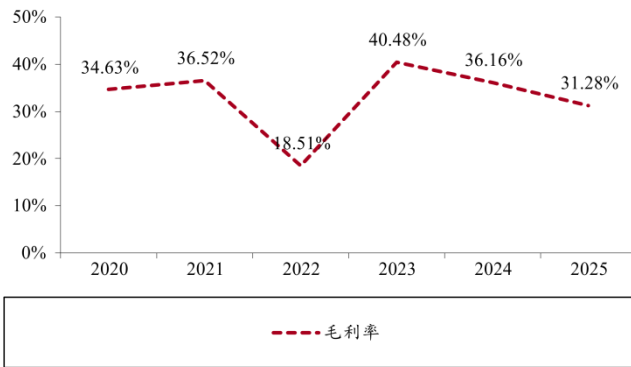
地面综合服务的成本结构更偏“人力和场站”属性，成本端对薪酬与人效变化相对敏感。根据 2025 年年报成本拆分数据，地面综合服务板块成本主要由短期薪酬、折旧费、地面服务费—运输成本、租赁费及其他构成。按板块成本口径测算，短期薪酬占比最高，约为 55.01%，体现货站操作业务劳动密集、对一线操作人员投入较多的特征；其余成本项中，其他成本占比约 17.58%，折旧费占比约 14.31%，地面服务费—运输成本占比约 9.51%，租赁费占比约 3.60%。

图表 50. 地面综合服务业务营业收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 51. 地面综合服务业务毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

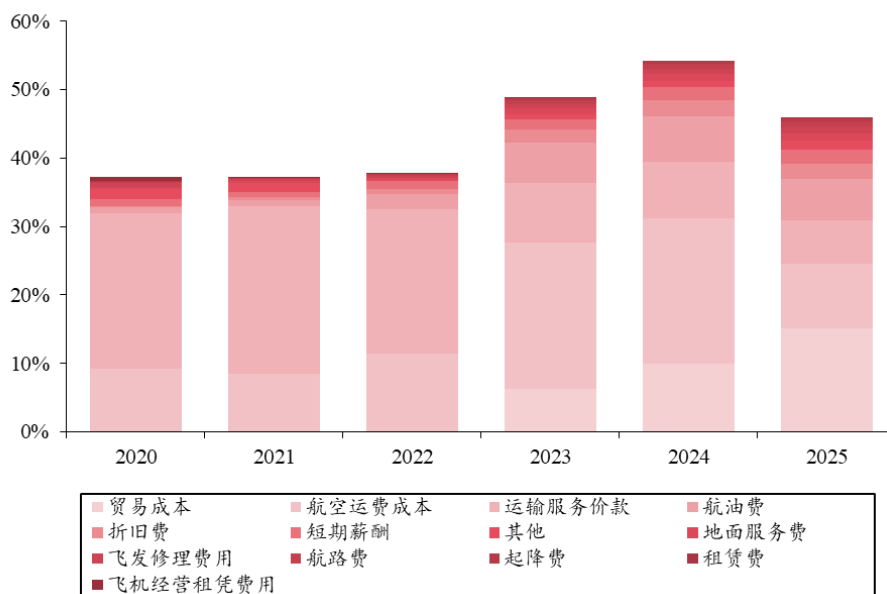
地面综合服务整体呈现需求稳、波动小的特征，但在不同阶段仍会受到货量结构与成本端扰动的影响。收入端在 2021 年随航空货运景气上行，板块收入同比增长 29.05%至 28.70 亿元。2022 年在外部环境及行业回落影响下同比下降 17.98%，随后 2023 - 2024 年恢复温和增长，2024 年收入提升至 25.31 亿元，同比增长 6.91%。2025 年收入进一步增长至 26.71 亿元，同比增长 5.55%，延续稳步修复态势。地面综合服务的收入弹性弱于航空速运，更接近随货站吞吐与作业量平稳增长的“跟随型”业务。

毛利率方面，2020 - 2021 年保持在 35%左右，2022 年受外部环境影响下探至 18.51%，随后 2023 年快速修复至 40.48%，2024 年回落至 36.16%。2025 年毛利率为 31.28%，同比下降 4.88 个百分点，主要系公司加强“投资于人”、坚持向一线倾斜的政策下，人工成本同比增加所致。整体毛利率仍处于较高区间，反映货站资源与口岸作业的优势属性，但短期波动也说明该业务对人力成本、作业效率以及货量结构变化较为敏感。

（三）综合物流解决方案：双轮驱动与链路组织，构筑增长与盈利双韧性

综合物流解决方案是东航物流最具成长弹性与估值延展性的核心板块。该板块直接对接跨境电商与产业客户的真实货源，推动公司从单纯运力承运升级为链路组织与产品化交付。该板块依托既有的空中运力与枢纽地面能力实现一体化服务输出，在行业景气起伏中形成可复制、可扩张的增长路径。航空速运夯实运力底盘，地面综合服务完成枢纽卡位，综合物流解决方案则决定了公司增长上限与长期价值锚点。

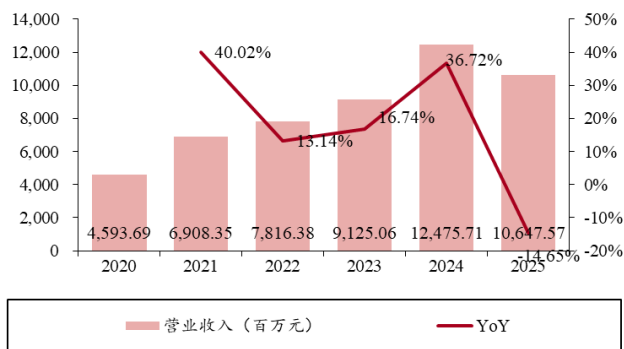
图表 52. 综合物流解决方案成本拆分



资料来源：公司公告，中银证券

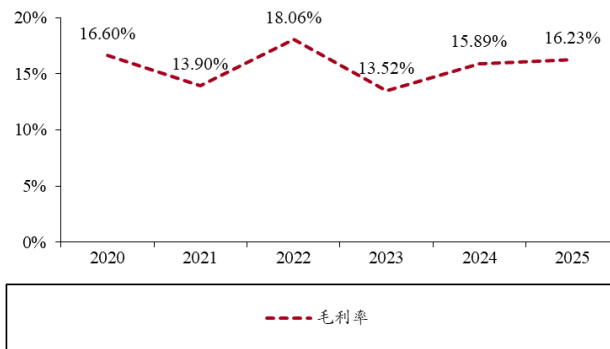
成本结构优化空间充足，是综合物流解决方案的重要竞争优势。根据 2025 年年报成本拆分数据，综合物流解决方案板块成本约 89.20 亿元。按板块自身成本口径测算，贸易成本占比最高，约为 33.19%，主要与产地直达业务规模扩大有关；航空运费成本占比约 20.60%，较 2024 年明显下降，反映外采运力相关成本大幅下降；运输服务价款占比约 13.86%。整体看，综合物流解决方案板块成本结构中，贸易成本与航空运费成本对利润弹性影响较大。成本波动主要集中在运输履约与运力安排环节，是综合物流解决方案最能够通过链路优化、产品组合调整与运营效率提升去改善的部分，为后续利润释放提供了空间。

图表 53. 综合物流解决方案营业收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 54. 综合物流解决方案毛利率

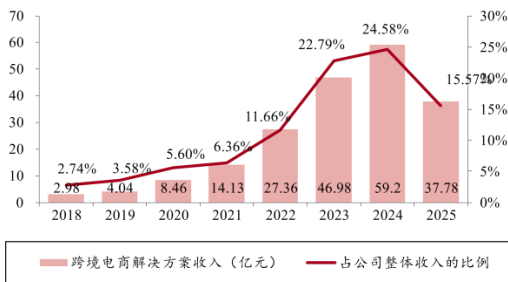


资料来源：公司公告，中银证券

综合物流解决方案的收入增长总体呈现出放量、回调、再加速的曲线。2021 年板块收入同比增长 40.02%至 69.08 亿元，2022 年继续增长至 78.16 亿元，2024 年在跨境电商与产地直达等业务拉动下明显修复，同比增长 36.72%至 124.76 亿元，成为公司当年最主要的增量来源之一。2025 年，受全球多国调整小额包裹免税政策冲击，板块收入为 106.48 亿元，同比下降 14.65%，在外部政策与需求变化下短期波动有所加大。

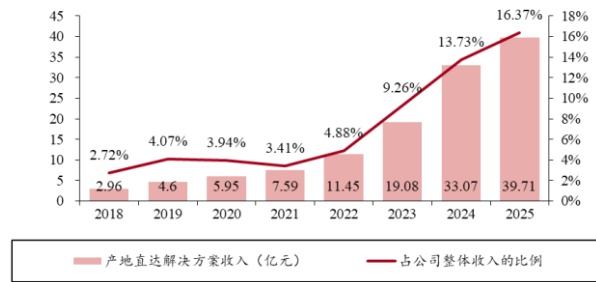
毛利率端的表现相对更平滑，更能体现运营效率与产品结构的变化。板块毛利率在 2022 年抬升至 18.06%，2023 年回落至 13.52%，2024 年回升至 15.89%，2025 年进一步提升至 16.23%，同比提升 0.34 个百分点。在收入波动的背景下毛利率仍能回升，说明链路组织、产品结构与成本效率的改善在逐步兑现，使综合物流解决方案不仅贡献规模增量，也在提升整体盈利韧性。

图表 55. 2018 年到 2025 年跨境电商解决方案业务收入情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 56. 2018 年到 2025 年产地直达解决方案业务收入情况



资料来源：公司公告，中银证券

综合物流解决方案构建了跨境电商与产地直达两条增长曲线。在当前跨境电商由“全面高增”向“结构分化”演进的背景下，公司业务发展路径由规模驱动逐步转向“规模与结构并重”，增强业绩韧性与抗周期能力。

跨境电商解决方案方面，收入由 2018 年的 2.96 亿元提升至 2025 年的 37.78 亿元，占公司整体收入比重由 2.74%提升至 15.59%。2025 年受全球多国调整小额包裹免税政策冲击，收入同比下降 36.18%。结合行业趋势看，跨境电商需求虽边际放缓，但仍呈现平台分化与区域再平衡特征，TikTok Shop 在东南亚和美国市场增速较快，Shopee 作为东南亚核心平台仍保持较强增长韧性，Amazon 在北美成熟市场有较大业务体量。在此背景下，公司跨境电商业务由单纯承接订单规模，逐步转向深度绑定头部平台与核心客户、强化链路组织与履约稳定性。公司深化与头部跨境电商平台的战略合作，通过优化航线衔接、精准配置舱位、完善口岸流程、强化海外代理协同等举措，推动服务质量与客户满意度提升，并推出“跨境退”退货解决方案、优化跨境电商货物收运流程，提升客户粘性与生态竞争力。

产地直达解决方案方面，收入由 2018 年的 2.96 亿元提升至 2025 年的 39.71 亿元，占公司整体收入比重由 2.72%提升至 16.37%，同比增长 20.08%。在跨境电商增速边际放缓的背景下，产地直达作为高附加值业务，更多体现为结构优化与利润支撑来源。公司在生鲜、医药、高端制造等领域持续完善综合物流解决方案能力，通过产地直达、温敏网络、口岸处理、仓储分拨及定制化服务等方式，提升高价值货源组织能力和客户服务黏性。同时推进生鲜港、医药岛等基础设施建设，构建集运输、仓储、分拨为一体的供应链服务体系。随着公司由“卖舱位、拼价格”向“卖产品、拼服务”转变，高价值及温敏货物业务有望增强综合物流解决方案板块的盈利韧性，并在一定程度上缓释跨境电商需求波动的影响。

综合物流解决方案战略价值突出，是公司平台化能力的集中体现与长期增长的关键抓手。从成本端看，运输履约相关成本占比的变化说明公司成本结构对运力组织与链路安排更为敏感，运力组织和履约效率的变化直接体现在成本端，带来利润弹性的差异。从收入端看，跨境电商解决方案提供流量入口与网络密度，支撑运力利用率与规模扩张；产地直达解决方案则强化高价值货源与产品壁垒，提升盈利稳定性与利润弹性。两者形成“一端高频、一端高值”的组合结构，使公司在外部需求波动与供给扰动并存的环境下具备更强的对冲能力，并为未来增长提供稳健且可持续的动力。

四、盈利预测与估值

（一）盈利预测

①航空速运业务：全货机与腹舱协同提供稳定运力底盘，收入对行业景气更敏感、体现周期弹性。公司以 18 架 B777 全货机为核心承接欧美与亚太干线货源，同时依托东航客机腹舱及天合联盟网络实现更广覆盖，形成干线全货机和腹舱补充的运力组合。航空速运收入预测采用量价分解框架，即收入由货邮运输总周转量与单位收益（元/吨公里）共同决定。其中，周转量通过货运量与平均运输距离推算，单位收益则结合行业供需变化与历史回落趋势进行外推。我们预计 2026-2028 年航空速运业务收入为 124.69/133.92/146.36 亿元，同比增速分别为 14.25%/7.40%/9.29%；受中东局势影响，油价上涨导致 2026 年至 2027 年成本提升，2028 年油价影响逐步缓解，毛利率分别为 16.79%/15.01%/17.97%。

②地面综合服务业务：货站作业量稳步修复，单位处理收入保持平稳，收入端由处理量增长与单价相对稳定共同支撑，整体呈温和上行。地面综合服务收入采用量价分解框架，即收入由货邮处理量与单位处理收入共同决定。其中，货邮处理量增速参考历史均值进行外推，单位处理收入采用稳定假设法，取近两年均值作为下一年基准并小幅平滑。我们预计 2026-2028 年地面综合服务收入分别为 28.52/30.70/32.55 亿元，同比增速分别为 6.78%/7.63%/6.05%，毛利率分别为 26.53%/21.17%/15.41%，因人工成本持续上升、货站运营成本刚性以及收入增长弹性相对有限等因素，因此预测期内毛利率呈逐步回落趋势。

②综合物流解决方案业务：跨境电商与产地直达构成主要增量来源，定制化业务补充贡献，板块收入由货量扩张与单价假设共同驱动。综合物流解决方案收入拆分为跨境电商解决方案、定制化物流解决方案、产地直达解决方案三部分，采用量价分解框架分别预测。跨境电商部分以货量为核心驱动变量，考虑前期高增长后逐步趋稳的规律，货量增速和单价采用历史均值法预测。定制化物流解决方案收入受项目波动影响较大，预测期内采用历史均值水平进行平滑。产地直达部分以生鲜产品进口量为核心量端指标。产地直达业务增速采用逐年收敛假设，即以前一年生鲜产品进口量同比增速除以 1.5 作为下一年预测增速，并据此调整未来生鲜产品进口量，单价端整体保持相对稳定，采用历史均值进行预测。我们预计 2026-2028 年综合物流解决方案收入分别为 108.59/124.49/134.89 亿元，同比增速分别为 1.98%/14.64%/8.35%，毛利率分别为 10.75%/16.74%/16.64%。2026 年受政策扰动、跨境链路重构及中东局势影响，履约与运力成本上升，毛利率阶段性承压；2027 年后，随着业务结构优化和链路效率改善，毛利率有望回升并趋稳。

图表 57. 公司收入拆分及预测(亿元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	206.21	240.56	242.64	261.80	289.11	313.80
yoy(%)	(12.14)	16.66	0.87	7.90	10.43	8.54
航空速运收入	91.17	90.35	109.14	124.69	133.92	146.36
yoy(%)	(31.17)	(0.90)	20.79	14.25	7.40	9.29
地面综合服务收入	23.67	25.31	26.71	28.52	30.70	32.55
yoy (%)	0.55	6.91	5.55	6.78	7.63	6.05
综合物流解决方案收入	91.25	124.76	106.48	108.59	124.49	134.89
yoy	16.74	36.72	(14.65)	1.98	14.64	8.35

资料来源：公司公告，中银证券

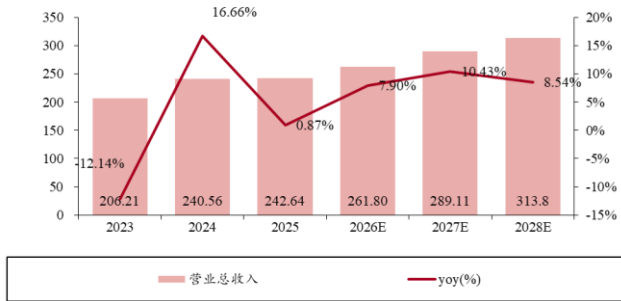
图表 58. 盈利预测与估值数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入 (人民币 百万)	24,056	24,264	26,180	28,911	31,380
增长率 (%)	16.7	0.9	7.9	10.4	8.5
EBITDA (人民币 百万)	5,479	5,763	5,447	6,155	6,586
归母净利润 (人民币 百万)	2,688	2,688	2,666	3,188	3,666
增长率 (%)	8.0	0.0	(0.8)	19.6	15.0
最新股本摊薄每股收益 (人民币)	1.69	1.69	1.68	2.01	2.31
市盈率(倍)	9.4	9.4	9.5	8.0	6.9
市净率 (倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (倍)	4.9	5.5	4.7	3.6	2.9
每股股息 (人民币)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9

资料来源：公司公告，中银证券

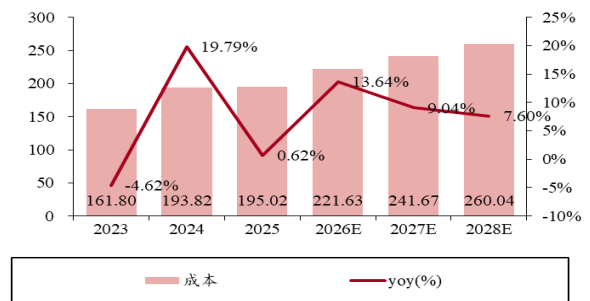
注：估值指标按截至 2026 年 6 月 8 日收盘价测算。

图表 59. 东航物流营业收入预测 (亿元)



资料来源：ifind，公司公告，中银证券

图表 60. 东航物流营业成本预测 (亿元)



资料来源：ifind，公司公告，中银证券

(二) 估值

与可比公司整体相比，东航物流呈现出“低估值、高 ROE”的特征。按照截至 2026 年 6 月 8 日股价测算，国货航、中国外运、华贸物流 2025 年、2026E、2027E、2028E 平均 PE 分别为 18.37 倍、16.33 倍、14.86 倍和 10.87 倍；同期东航物流 PE 分别为 9.44 倍、9.52 倍、7.96 倍和 6.92 倍，显著低于可比公司均值。从盈利能力看，可比公司 2025 年、2026E、2027E、2028E 平均 ROE 分别为 9.07%、8.40%、8.67%和 8.80%；东航物流同期 ROE 分别为 13.61%、12.49%、13.71%和 14.41%，持续高于可比公司均值。整体来看，东航物流在估值水平明显低于可比公司的同时，权益回报能力更优，估值与盈利能力存在一定错配，当前估值具备修复空间。

图表 61. 东航物流与可比公司估值及 ROE 对比

代码	简称	总市值 (亿)	PE				ROE(%)			
			2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
001391.SZ	国货航	600.68	27.96	22.19	20.71	-	9.63	9.42	9.20	-
601598.SH	中国外运	387.46	10.81	11.76	11.16	10.75	9.74	8.42	8.48	8.36
603128.SH	华贸物流	70.03	16.35	15.05	12.71	10.98	7.83	7.35	8.34	9.24
	均值	351.91	18.37	16.33	14.86	10.87	9.07	8.40	8.67	8.80
601156.SH	东航物流	253.85	9.44	9.52	7.96	6.92	13.61	12.49	13.71	14.41

资料来源：iFinD，中银证券

注：股价截至 2026 年 6 月 8 日

公司作为国内稀缺的航空货运综合服务平台，航空速运、地面综合服务与综合物流解决方案三大板块形成互补。公司是国内稀缺的空地一体化航空物流平台，全货机、腹舱与自营货站构建高壁垒，运力、货站与链路组织能力形成稀缺竞争优势；综合物流解决方案（跨境电商+产地直达）已成为收入与盈利的核心增量，结构优化对冲运价波动，2025 年虽受政策扰动有所回落，但长期增长逻辑未变；行业供给增速放缓，存量运力效率成为竞争关键，公司全货机载运率持续领先同行，盈利韧性更强。行业层面，国际链路 with 跨境货源仍是景气的重要驱动，但贸易政策与小包裹规则调整可能带来阶段性波动，公司凭借网络覆盖、枢纽资源与链路组织能力，具备一定抗周期韧性。综合考虑业务结构与盈利修复趋势，首次覆盖，给予公司**增持**评级。

五、风险提示

- 1. 国际贸易环境与美国关税政策变化风险。**公司境外收入占比约 80%，美国关税及小额包裹免税政策调整可能直接影响跨境电商货量，冲击公司综合物流解决方案板块的收入与盈利。
- 2. 燃油价格上涨风险。**航油成本是公司核心可变成本项，2025 年占航空速运总成本约 10%。敏感性分析显示，航油价格每上涨 10%，预计航空速运毛利率下降约 1.0-1.5 个百分点，归母净利润减少约 1.5-2.0 亿元。
- 3. 跨境电商需求波动风险。**公司综合物流解决方案收入占比约 44%，若主要跨境电商平台业务增速放缓或海外监管政策收紧，可能导致公司跨境电商货量下降，影响板块收入。
- 4. 航空货运运价下行风险。**航空货运运价受供需关系、燃油价格、地缘政治等因素影响。若未来运力投放快于需求修复，可能导致运价持续下行，对公司航空速运板块盈利造成压力。
- 5. 地缘政治与航线运行不确定性风险。**中东等地缘冲突可能导致空域受限、航线绕飞，增加燃油消耗与飞行时间，推高单位运输成本，并对航班准点率与履约稳定性产生阶段性影响。
- 6. 宏观经济与行业周期性波动风险。**航空货运需求与全球宏观经济景气度密切相关。若全球经济增长放缓或制造业出口需求下降，可能导致公司货运量及运价承压。
- 7. 市场竞争加剧风险。**公司面临国货航、南航物流等国有平台及顺丰航空等快递系航司的竞争。若竞争对手加快运力扩张或采取价格竞争，可能导致公司市场份额下降或盈利空间收窄。
- 8. 汇率波动风险。**公司业务以国际航线为主，涉及多种货币结算。若人民币汇率大幅波动，可能对公司外币计价的收入与成本产生不利影响。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	24,056	24,264	26,408	29,162	31,653
营业收入	24,056	24,264	26,408	29,162	31,653
营业成本	19,382	19,502	22,355	24,376	26,229
营业税金及附加	51	55	30	33	36
销售费用	237	289	157	174	189
管理费用	338	435	237	261	284
研发费用	52	59	53	59	64
财务费用	289	145	0	0	0
其他收益	174	245	210	210	210
资产减值损失	0	(1)	0	0	0
信用减值损失	0	(2)	(1)	(1)	(1)
资产处置收益	56	61	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资收益	(9)	(2)	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,929	4,081	3,784	4,467	5,060
营业外收入	8	7	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	3,936	4,086	3,784	4,467	5,060
所得税	872	999	882	1,041	1,179
净利润	3,064	3,088	2,902	3,426	3,881
少数股东损益	376	399	87	103	116
归母净利润	2,688	2,688	2,815	3,323	3,765
EBITDA	5,479	5,763	5,478	6,191	6,628
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.69	1.69	1.77	2.09	2.37

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	9,755	10,924	14,684	19,291	22,573
现金及等价物	6,753	8,069	11,239	15,774	18,596
应收账款	1,966	1,983	2,315	2,431	2,721
应收票据	0	0	0	0	0
存货	25	19	31	23	35
预付账款	443	466	576	560	662
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	569	388	524	503	559
非流动资产	16,516	20,832	19,316	18,004	16,730
长期投资	412	606	606	606	606
固定资产	8,387	9,717	9,430	9,067	8,649
无形资产	355	336	295	254	212
其他长期资产	7,362	10,173	8,985	8,077	7,263
资产合计	26,271	31,756	34,000	37,295	39,303
流动负债	3,290	5,121	4,597	5,540	5,299
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1,323	1,552	1,743	1,850	2,016
其他流动负债	1,968	3,569	2,854	3,690	3,283
非流动负债	3,595	4,612	5,603	5,858	5,731
长期借款	0	0	1,500	1,500	1,500
其他长期负债	3,595	4,612	4,103	4,358	4,231
负债合计	6,886	9,733	10,200	11,398	11,030
股本	1,588	1,588	1,588	1,588	1,588
少数股东权益	1,875	2,275	2,362	2,464	2,581
归属母公司股东权益	17,511	19,748	21,438	23,432	25,692
负债和股东权益合计	26,271	31,756	34,000	37,295	39,303

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,064	3,088	2,902	3,426	3,881
折旧摊销	1,483	1,841	1,904	1,934	1,778
营运资金变动	(1,273)	1,078	(664)	646	(588)
其它	440	196	159	(80)	40
经营活动现金流	3,714	6,202	4,302	5,927	5,111
资本支出	(2,781)	(1,758)	(546)	(543)	(543)
投资变动	(342)	(186)	20	10	10
其他	443	58	(20)	(10)	(10)
投资活动产生的现金流	(2,681)	(1,887)	(546)	(543)	(543)
银行借款	0	0	1,500	0	0
股权融资	1,198	(4,753)	(1,126)	(1,329)	(1,505)
其他	(4,622)	1,777	(961)	480	(240)
筹资活动现金流	(3,425)	(2,976)	(586)	(848)	(1,745)
净现金流	(2,392)	1,339	3,170	4,535	2,822

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	16.7	0.9	8.8	10.4	8.5
营业利润增长率(%)	4.8	3.9	(7.3)	18.1	13.3
归属于母公司净利润增长率(%)	8.0	0.0	4.7	18.1	13.3
息税前利润增长(%)	4.2	(1.8)	(8.9)	19.1	13.9
息税折旧前利润增长(%)	1.5	5.2	(4.9)	13.0	7.1
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	8.0	0.0	4.7	18.1	13.3
获利能力					
息税前利润率(%)	16.6	16.2	13.5	14.6	15.3
营业利润率(%)	16.3	16.8	14.3	15.3	16.0
毛利率(%)	19.4	19.6	15.3	16.4	17.1
归母净利润率(%)	11.2	11.1	10.7	11.4	11.9
ROE(%)	15.3	13.6	13.1	14.2	14.7
ROIC(%)	15.9	12.2	11.4	14.5	17.2
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
流动比率	3.0	2.1	3.2	3.5	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	13.0	12.3	12.3	12.3	12.3
应付账款周转率	15.3	16.9	16.0	16.2	16.4
费用率					
销售费用率(%)	1.0	1.2	0.6	0.6	0.6
管理费用率(%)	1.4	1.8	0.9	0.9	0.9
研发费用率(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
财务费用率(%)	1.2	0.6	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.7	1.7	1.8	2.1	2.4
每股经营现金流(最新摊薄)	2.3	3.9	2.7	3.7	3.2
每股净资产(最新摊薄)	11.0	12.4	13.5	14.8	16.2
每股股息	0.3	0.7	0.7	0.8	0.9
估值比率					
P/E(最新摊薄)	9.7	9.7	9.2	7.8	6.9
P/B(最新摊薄)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.9	5.5	4.8	3.7	2.9
价格/现金流(倍)	7.0	4.2	6.0	4.4	5.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371