

东航物流（601156）：运价下行但盈利展现较强韧性，综合物流占比持续提升

2023年5月4日

推荐/维持

东航物流

公司报告

事件：公司2022年实现营收234.70亿元，同比增长5.59%，归母净利润36.37亿元，同比增长0.27%。23年一季度公司实现营收45.71亿元，同比下降30.8%，归母净利润7.61亿元，同比下降44.6%。

22年利润增长放缓及一季度利润下降主要系即期空运运价下滑：受海外通胀水平高企、地缘政治冲突等因素影响，海外需求转弱，空运即期运价去年下半年开始显著回落。公司基于市场预判做好长约签署工作以应对市场波动，但运价大幅下滑的影响无法被完全对冲。

受即期运价回落的影响，今年一季度公司航空速运业务营收同比下滑38.5%，毛利率从39.5%降至30.1%。虽然毛利率同比明显下降，但相较于疫情前15%不到的毛利率，目前航空速运的毛利率水平依旧不低，公司盈利展现出较强的韧性。但由于长约持续时间有限，随着去年长约的结束，运价下降的负面影响在后几个季度可能会有更明显的体现。

地面服务业务毛利率恢复正常水平：一季度公司地面服务业务毛利率30.8%，较去年同期的43.7%有所下降。但实际上，去年一季度同样是地面服务业务的盈利高峰，受后续疫情的影响，22年全年地面服务业务毛利率降至18.5%。由于地面综合服务板块固定成本占比较高，即使业务量不饱和，成本也较为刚性，导致22年2-4季度盈利明显不及一季度。今年一季度随着疫情影响消退，地面服务业务毛利率回归正常水平。

综合物流服务业务占比持续提升：公司充分发挥航空运输及地面货站操作等资源优势，在疫情期间供应链出现紊乱情况下，凭借稳定、安全、快速交付的优势拓展综合物流服务业务，直客开发效果显著。21年业务占公司收入比重31%，22年提升至33%，今年一季度提升至35%。同时，业务毛利率也较为稳健，去年与今年一季度综合物流业务毛利率分别为18.1%和17.0%，毛利率基本不受空运运价影响。在空运运价下滑的背景下，综合物流业务的发展有助于公司稳定利润以及提升客户粘性。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2023-2025年净利润分别为28.1、29.7和32.5亿元，对应EPS分别为1.77、1.87和2.05元。当前股价对应2023-2025年PE值分别为8.2、7.8和7.1倍。

短期来看，受运价下跌影响，公司23年业绩下滑是较为确定的事件，但从股价看，该预期反映已经较为充分。长期来看，公司通过前几年的经营积累了充裕的现金流，可以有序的扩充机队规模，提升公司竞争能力；且得益于国家政策层面的支持，航空货运在时刻分配、枢纽机场建设、多式联运等方面有望获得更多资源倾斜，全货机的运营效率有望得到提升，带来运输时效性的提升和单位成本的下降。因此我们看好公司未来的发展。预计在度过近期的运价下滑阶段后，公司的盈利会步入一段平稳上升期。

我们维持公司“推荐”评级。

风险提示：运价下跌幅度超预期、行业政策落地不及预期、油价大幅波动、宏观经济下行、安全风险。

公司简介：

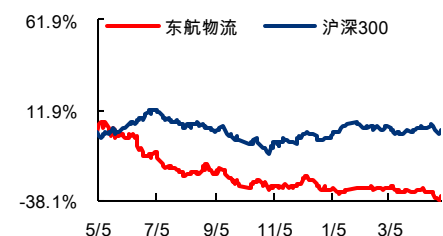
东方航空物流股份有限公司主营业务可分为航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案。东航物流一直专注于航空物流综合服务业务，集航空速运、货站操作、多式联运、仓储、跨境电商解决方案、同业项目供应链、航空特货解决方案和产地直达解决方案等业务功能于一体，在运营实践中培育和形成了综合物流服务所必备的方案设计、优化迭代、快速响应、组织实施与管理等全程物流服务和物流资源整合能力，并且通过构建满足客户标准化或非标化物流需求的产品服务体系，初步形成了根据客户不同物流需求提供“一站式”物流解决方案的能力。

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	24.71-14.07
总市值（亿元）	230.04
流通市值（亿元）	116.17
总股本/流通A股（万股）	158,756/158,756
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	2.48

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

021-25102904

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22,226.9	23,470.4	22,570.9	24,289.9	26,276.7
增长率(%)	47.09%	5.59%	-3.83%	7.62%	8.18%
归母净利润(百万元)	3,626.9	3,636.8	2,805.3	2,969.8	3,254.4
增长率(%)	53.12%	0.27%	-22.87%	5.87%	9.58%
净资产收益率(%)	33.03%	26.89%	18.11%	16.91%	16.40%
每股收益(元)	2.40	2.29	1.77	1.87	2.05
PE	6.04	6.33	8.20	7.75	7.07
PB	2.10	1.70	1.49	1.31	1.16

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产合计	12005	11924	12954	14881	17881	营业收入	22227	23470	22571	24290	26277		
货币资金	9523	9533	10677	12428	15228	营业成本	16050	16964	17584	19072	20635		
应收账款	2220	1982	1855	1996	2160	营业税金及附加	48	80	72	73	79		
其他应收款	132	155	149	160	174	营业费用	260	244	226	236	247		
预付款项	77	189	206	225	246	管理费用	387	411	384	401	420		
存货	39	37	39	42	45	财务费用	48	252	60	19	-27		
其他流动资产	15	29	29	29	29	研发费用	14	23	23	24	26		
非流动资产合计	6031	14144	14880	15471	15412	资产减值损失	1	0	0	0	0		
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-1	1	0	0	0		
固定资产	4838	12434	12857	13317	13466	投资净收益	11	35	38	42	46		
无形资产	331	323	308	294	281	加:其他收益	223	185	178	192	207		
其他非流动资产	99	459	459	459	459	营业利润	5650	5721	4438	4699	5149		
资产总计	18037	26068	27834	30351	33293	营业外收入	3	1	0	0	0		
流动负债合计	4466	5783	4520	4105	3848	营业外支出	1	0	0	0	0		
短期借款	60	558	0	0	0	利润总额	5652	5722	4438	4699	5149		
应付账款	1216	1078	1108	1202	1300	所得税	1439	1431	1110	1175	1287		
预收款项	7	6	6	6	6	净利润	4213	4291	3329	3524	3862		
一年内到期的非流动负债	1140	2420	1694	1186	830	少数股东损益	586	654	523	554	607		
非流动负债合计	1724	5600	6142	6441	6754	归属母公司净利润	3627	3637	2805	2970	3254		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
负债合计	6190	11383	10662	10546	10602	成长能力							
少数股东权益	867	1162	1685	2239	2846	营业收入增长	47.09%	5.59%	-3.83%	7.62%	8.18%		
实收资本(或股本)	1588	1588	1588	1588	1588	营业利润增长	55.43%	1.25%	-22.42%	5.87%	9.58%		
资本公积	3663	3663	3663	3663	3663	归属于母公司净利润增长	53.12%	0.27%	-22.87%	5.87%	9.58%		
未分配利润	5548	7866	9689	11619	13735	获利能力							
归属母公司股东权益合计	10980	13523	15487	17566	19844	毛利率(%)	27.79%	27.72%	22.09%	21.48%	21.47%		
负债和所有者权益	18037	26068	27834	30351	33293	净利率(%)	18.95%	18.28%	14.75%	14.51%	14.70%		
现金流量表						单位:百万元							
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产净利润(%)	20.11%	13.95%	10.08%	9.78%	9.78%		
经营活动现金流	5878	5422	4760	4841	5258	ROE(%)	33.03%	26.89%	18.11%	16.91%	16.40%		
净利润	4213	4291	3329	3524	3862	偿债能力							
折旧摊销	1256	1202	1274	1421	1571	资产负债率(%)	34%	44%	38%	35%	32%		
财务费用	48	252	60	19	-27	流动比率	2.69	2.06	2.87	3.62	4.65		
应收账款减少	-497	238	127	-141	-163	速动比率	2.68	2.06	2.86	3.61	4.64		
预收账款增加	-1	0	0	0	0	营运能力							
投资活动现金流	5878	-1251	-1973	-1970	-1466	总资产周转率	1.64	1.06	0.84	0.83	0.83		
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0	应收账款周转率	11.27	11.17	11.77	12.61	12.64		
长期投资减少	0	0	0	0	0	应付账款周转率	18.08	20.46	20.65	21.03	21.00		
投资收益	11	35	38	42	46	每股指标(元)							
筹资活动现金流	1583	-4144	-1643	-1120	-992	每股收益(最新摊薄)	2.40	2.29	1.77	1.87	2.05		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	4.47	0.02	0.72	1.10	1.76		
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.92	8.52	9.76	11.06	12.50		
普通股增加	159	0	0	0	0	估值比率							
资本公积增加	2247	0	0	0	0	P/E	6.04	6.33	8.20	7.75	7.07		
现金净增加额	13340	27	1143	1751	2800	P/B	2.10	1.70	1.49	1.31	1.16		
						EV/EBITDA	2.12	2.31	2.45	1.93	1.29		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	【东兴证券】东航物流（601156）覆盖报告：运价短期承压，立足主业长期高质量发展	2022-10-25

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，7年投资研究经验，2015-2018年就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526