

# 航空货运高景气持续，Q4单季度盈利12亿

## 投资要点

- **业绩小结：**公司2021年实现营业收入222亿元（同比+47%），对应归母净利润36亿元（同比+53%），扣非归母净利润35亿元（同比+55%）。分季度看，Q1~Q4分别实现营收45、56、50、71亿元，对应归母净利润分别为6.8、8.4、9.0、12.0亿元。21年全球航空货运市场持续高景气状态，其中三、四季度市场运价与旺季需求共振，公司业绩略超我们之前的预期。
- **分板块看营收与毛利，**航空速运业务营收124亿元（同比+59%），毛利率33%（同比+2.33pp）；地面综合服务业务营收29亿元（同比+22%），毛利率37%（同比+1.89pp）；综合物流解决方案业务营收69亿元（同比+40%），毛利率45%（同比-2.70pp）。运营数据上，①速运板块：2021年公司货邮运输周转量66亿吨公里（同比+37%），货邮运输量145万吨（同比+24%），全货机平均利用率小时12.83小时（同比-0.8%）；全货机载运率为85.56%（同比+2.85pp），客机货运业务载运率为37.24%（同比+5.57pp）。②地面服务板块：货邮处理量292万吨（同比+17%），国际进出港航班89条（同比+53%）。③综合物流解决方案：9610单量1622万单（同比+45%），跨境电商货量39813吨（同比+81%），产地直达包机数量332架次（同比+82%）。
- **期间费用受会计准则调整有所增长。**2021年公司销售/管理/财务费用分别为2.6（+7%）/3.9（+14%）/0.5。
- **航空货运未来在产业链与供应链的打通，看好行业培育出集成航空货运服务全球龙头企业。**培育有全球竞争力的集成航空货运服务商符合国家战略，在行业高景气度下公司主动延伸货运服务链条符合商业逻辑，看好资源禀赋优异、混改制度红利释放的东航物流在大供应链时代占得一席之地。
- **盈利预测与投资建议：**当前航空货运高景气持续，公司积极建设综合物流解决方案体系，拓宽业务边界。我们看好公司新业务的成长性，更看重传统业务的压舱石地位。预计2022-2024年公司归母净利润分别为36、41、46亿元，对应PE分别为9、8、8倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**油价波动风险、宏观经济风险、安全运营风险。

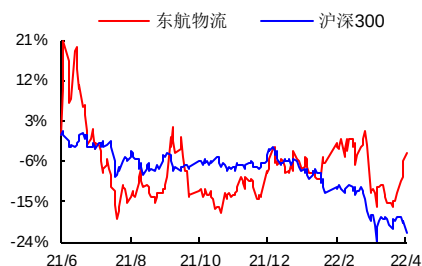
| 指标/年度         | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）     | 22226.92 | 25604.68 | 29083.21 | 32842.11 |
| 增长率           | 47.09%   | 15.20%   | 13.59%   | 12.92%   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 3626.92  | 3649.48  | 4098.62  | 4551.19  |
| 增长率           | 53.12%   | 0.62%    | 12.31%   | 11.04%   |
| 每股收益EPS（元）    | 2.28     | 2.30     | 2.58     | 2.87     |
| 净资产收益率ROE     | 35.56%   | 27.66%   | 24.58%   | 22.17%   |
| PE            | 10       | 9        | 8        | 8        |
| PB            | 3.15     | 2.47     | 1.99     | 1.64     |

数据来源：Wind，西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师：陈照林  
 执业证号：S1250518110001  
 电话：13916801840  
 邮箱：chzhil@swsc.com.cn  
 联系人：宿一赫  
 电话：15721449682  
 邮箱：suyh@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源：聚源数据

## 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 15.88       |
| 流通A股(亿股)    | 1.59        |
| 52周内股价区间(元) | 18.44-27.48 |
| 总市值(亿元)     | 345.77      |
| 总资产(亿元)     | 180.37      |
| 每股净资产(元)    | 6.92        |

## 相关研究

1. 东航物流（601156）：受益于航空货运高景气，Q2业绩环比提升24%（2021-08-30）
2. 东航物流（601156）：传统业务绽放，新经济业务蓄势起飞（2021-07-06）

**关键假设：**

- 1) 预计公司 2022~2024 全货机吨公里收入为 2.11/1.95/1.80 元。
- 2) 2022~2024 货站操作单价为 873/886/895 元。
- 3) 2022~2024 布伦特原油中枢为 80/80/80 美元/桶，人民币汇率均值 6.4/6.4/6.4。

**表 1：盈利预测**

| 单位：万元     | 2020A       | 2021A       | 2022E       | 2023E       | 2024E       |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 收入合计      | 1,511,070.2 | 2,222,691.0 | 2,560,468.0 | 2,908,321.0 | 3,284,211.0 |
| YoY       | 33.8%       | 47.1%       | 15.2%       | 13.6%       | 12.9%       |
| 成本合计      | 1,103,975.0 | 1,604,839.2 | 1,901,153.0 | 2,174,356.0 | 2,455,321.0 |
| YoY       | 12.7%       | 45.4%       | 18.5%       | 14.4%       | 12.9%       |
| 毛利        | 407,095.2   | 616,073.9   | 659,315.0   | 733,965.0   | 828,890.0   |
| YoY       | 172.1%      | 51.3%       | 7.0%        | 11.3%       | 12.9%       |
| 毛利率       | 26.94%      | 27.80%      | 25.75%      | 25.24%      | 25.24%      |
| ①航空速运     | 781,901.4   | 1,243,050.5 | 1,289,476.0 | 1,314,664.0 | 1,346,815.0 |
| YoY       | 17.2%       | 59.0%       | 3.7%        | 2.0%        | 2.4%        |
| 成本        | 538,944.5   | 827,841.8   | 887,461.0   | 897,461.0   | 945,812.0   |
| 毛利率       | 31.1%       | 33.4%       | 31.2%       | 31.7%       | 29.8%       |
| ②地面综合服务   | 234,566.3   | 287,028.0   | 315,843.0   | 342,164.0   | 396,147.0   |
| YoY       | 4.7%        | 22.4%       | 10.0%       | 8.3%        | 15.8%       |
| 成本        | 153,339.3   | 182,202.2   | 198,746.0   | 225,416.0   | 264,715.0   |
| 毛利率       | 34.6%       | 36.5%       | 37.1%       | 34.1%       | 33.2%       |
| ③综合物流解决方案 | 493,369.5   | 690,834.6   | 955,149.0   | 1,251,493.0 | 1,541,249.0 |
| YoY       | 108.0%      | 40.0%       | 38.3%       | 31.0%       | 23.2%       |
| 成本        | 411,461.9   | 594,795.3   | 814,946.0   | 1,051,479.0 | 1,244,794.0 |
| 毛利率       | 16.6%       | 13.9%       | 14.7%       | 16.0%       | 19.2%       |

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           | 现金流量表 (百万元)       | 2021A          | 2022E           | 2023E           | 2024E           |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入          | 22226.92        | 25604.68        | 29083.21        | 32842.11        | 净利润               | 4212.61        | 4293.50         | 4821.90         | 5354.34         |
| 营业成本          | 16050.14        | 19011.53        | 21743.56        | 24553.21        | 折旧与摊销             | 459.44         | 274.87          | 379.66          | 499.55          |
| 营业税金及附加       | 47.83           | 51.21           | 55.69           | 226.61          | 财务费用              | 48.29          | -183.64         | -193.95         | -231.49         |
| 销售费用          | 259.64          | 431.43          | 432.01          | 474.95          | 资产减值损失            | -0.70          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 管理费用          | 386.65          | 550.09          | 593.79          | 649.14          | 经营营运资本变动          | 388.45         | -682.34         | -243.26         | -375.57         |
| 财务费用          | 48.29           | -183.64         | -193.95         | -231.49         | 其他                | 770.32         | 24.71           | -8.47           | 5.06            |
| 资产减值损失        | -0.70           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>5878.41</b> | <b>3727.10</b>  | <b>4755.88</b>  | <b>5251.89</b>  |
| 投资收益          | 10.81           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 资本支出              | -540.54        | -3500.00        | -3800.00        | -4000.00        |
| 公允价值变动损益      | -1.40           | -0.73           | -0.97           | -1.03           | 其他                | 178.79         | -0.73           | -0.97           | -1.03           |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-361.75</b> | <b>-3500.73</b> | <b>-3800.97</b> | <b>-4001.03</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>5650.34</b>  | <b>5743.34</b>  | <b>6451.14</b>  | <b>7168.66</b>  | 短期借款              | 60.49          | -60.49          | 0.00            | 0.00            |
| 其他非经营损益       | 1.42            | 16.96           | 18.07           | 14.90           | 长期借款              | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>5651.77</b>  | <b>5760.30</b>  | <b>6469.22</b>  | <b>7183.56</b>  | 股权融资              | 2405.86        | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | 1439.16         | 1466.80         | 1647.32         | 1829.22         | 支付股利              | 0.00           | -725.38         | -729.90         | -819.72         |
| 净利润           | 4212.61         | 4293.50         | 4821.90         | 5354.34         | 其他                | -883.03        | 1.24            | 993.95          | 1031.49         |
| 少数股东损益        | 585.69          | 644.03          | 723.29          | 803.15          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>1583.32</b> | <b>-784.63</b>  | <b>264.06</b>   | <b>211.77</b>   |
| 归属母公司股东净利润    | 3626.92         | 3649.48         | 4098.62         | 4551.19         | <b>现金流量净额</b>     | <b>7047.51</b> | <b>-558.26</b>  | <b>1218.96</b>  | <b>1462.63</b>  |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                |                 |                 |                 |
| 资产负债表 (百万元)   | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           | 财务分析指标            | 2021A          | 2022E           | 2023E           | 2024E           |
| 货币资金          | 9522.85         | 8964.59         | 10183.55        | 11646.18        | <b>成长能力</b>       |                |                 |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 2428.49         | 3646.24         | 4416.80         | 5312.85         | 销售收入增长率           | 47.09%         | 15.20%          | 13.59%          | 12.92%          |
| 存货            | 39.25           | 35.34           | 51.17           | 55.32           | 营业利润增长率           | 55.43%         | 1.65%           | 12.32%          | 11.12%          |
| 其他流动资产        | 14.59           | 16.80           | 19.09           | 21.55           | 净利润增长率            | 54.68%         | 1.92%           | 12.31%          | 11.04%          |
| 长期股权投资        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA 增长率        | 60.48%         | -5.25%          | 13.75%          | 12.05%          |
| 投资性房地产        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>       |                |                 |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 3488.81         | 6293.88         | 8994.16         | 11574.55        | 毛利率               | 27.79%         | 25.75%          | 25.24%          | 25.24%          |
| 无形资产和开发支出     | 331.26          | 799.79          | 1568.32         | 2536.85         | 三费率               | 3.12%          | 3.12%           | 2.86%           | 2.72%           |
| 其他非流动资产       | 2211.38         | 2162.91         | 2114.44         | 2065.97         | 净利率               | 18.95%         | 16.77%          | 16.58%          | 16.30%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>18036.62</b> | <b>21919.55</b> | <b>27347.53</b> | <b>33213.28</b> | ROE               | 35.56%         | 27.66%          | 24.58%          | 22.17%          |
| 短期借款          | 60.49           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA               | 23.36%         | 19.59%          | 17.63%          | 16.12%          |
| 应付和预收款项       | 2597.89         | 3215.79         | 3664.48         | 4105.85         | ROIC              | 98.80%         | 72.32%          | 51.39%          | 41.51%          |
| 长期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 27.71%         | 22.79%          | 22.82%          | 22.64%          |
| 其他负债          | 3532.01         | 3181.48         | 4068.76         | 4958.52         | <b>营运能力</b>       |                |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>6190.39</b>  | <b>6397.27</b>  | <b>7733.24</b>  | <b>9064.37</b>  | 总资产周转率            | 1.64           | 1.28            | 1.18            | 1.08            |
| 股本            | 1587.56         | 1587.56         | 1587.56         | 1587.56         | 固定资产周转率           | 6.54           | 6.05            | 4.61            | 3.81            |
| 资本公积          | 3662.85         | 3662.85         | 3662.85         | 3662.85         | 应收账款周转率           | 11.24          | 9.23            | 7.86            | 7.30            |
| 留存收益          | 5837.03         | 8761.13         | 12129.85        | 15861.32        | 存货周转率             | 350.78         | 443.48          | 436.36          | 433.76          |
| 归属母公司股东权益     | 10979.50        | 14011.53        | 17380.25        | 21111.72        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 97.61%         | —               | —               | —               |
| 少数股东权益        | 866.73          | 1510.76         | 2234.04         | 3037.19         | <b>资本结构</b>       |                |                 |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>11846.23</b> | <b>15522.29</b> | <b>19614.29</b> | <b>24148.91</b> | 资产负债率             | 34.32%         | 29.19%          | 28.28%          | 27.29%          |
| 负债和股东权益合计     | 18036.62        | 21919.55        | 27347.53        | 33213.28        | 带息债务/总负债          | 0.98%          | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 2.69           | 3.31            | 3.37            | 3.48            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 2.68           | 3.30            | 3.35            | 3.47            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 0.00%          | 19.88%          | 17.81%          | 18.01%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                |                 |                 |                 |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 2.28           | 2.30            | 2.58            | 2.87            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 6.92           | 8.83            | 10.95           | 13.30           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 3.70           | 2.35            | 3.00            | 3.31            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.00           | 0.46            | 0.46            | 0.52            |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                |                 |                 |                 |
| 业绩和估值指标       | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           |                   |                |                 |                 |                 |
| EBITDA        | 6158.07         | 5834.57         | 6636.85         | 7436.71         |                   |                |                 |                 |                 |
| PE            | 9.53            | 9.47            | 8.44            | 7.60            |                   |                |                 |                 |                 |
| PB            | 3.15            | 2.47            | 1.99            | 1.64            |                   |                |                 |                 |                 |
| PS            | 1.56            | 1.35            | 1.19            | 1.05            |                   |                |                 |                 |                 |
| EV/EBITDA     | 3.98            | 4.09            | 3.42            | 2.85            |                   |                |                 |                 |                 |
| 股息率           | 0.00%           | 2.10%           | 2.11%           | 2.37%           |                   |                |                 |                 |                 |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务              | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-----------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理<br>销售总监   | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 黄滢  | 销售经理            | 18818215593  | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理            | 18516516105  | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 崔露文 | 销售经理            | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理            | 18523487775  | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理            | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 销售总监            | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监           | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 王兴  | 销售经理            | 13167383522  | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理            | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
|    | 王一菲 | 销售经理            | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理            | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 郑龔  | 广州销售负责人<br>销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 陈慧玲 | 销售经理            | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 杨新意 | 销售经理            | 17628609919  | 17628609919 | xyy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理            | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 龚之涵 | 销售经理            | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |