

东航物流 (601156.SH)

货运运价保持高位，驱动业绩同比增 53%

增持

核心观点

东航物流披露 2021 年报。2021 年公司实现营业收入 222.3 亿，同比增长 47.1%，实现归母净利润 36.3 亿，同比增长 53.1%。

航空货运运价大涨，拉动营收实现近五成增速。2021 年全球经济疫情企稳增长，全球贸易额创历史新高，但因疫情影响，国际供应链仍未修复，航空运输运行仍未回到正轨，客机腹舱运力尚不能全面回归，供给仍存缺口。中国国门几近关闭，国际线客运航班量大幅降低导致客机腹舱运力相比于疫情前骤降，即便众航司大力推进客改货，仍难以平衡供需关系，航空货运价格大涨，拉动公司航空速运收入提高 59%至 124.3 亿。受益于虹浦两场货邮吞吐量提高、公司操作货量市占率增长及高附加值业务发展，公司地面综合服务收入增长 22.4%至 28.7 亿。得益于航空货运价格提高及公司跨境电商领域货量持续增长等因素，公司综合物流解决方案业务收入增长 40%至 69.1 亿。

成本变化依存于收入结构，各业务毛利润表现不一。2021 年公司全货机平均在册数量同比增 17.8%，货机利用率小幅提高，公司全货机货邮周转量增速应在 15%左右，叠加油价上行，公司全货机对应营业成本 39.0 亿；客机货运业务量及收入大增，但根据业务模式，客机货运收入与腹舱运输服务价款高度相关，客机货运相关成本提高 83.6%至 43.8 亿。航空速运毛利 41.5 亿，毛利率 33.4%，同比提高 2.3pct。地面综合服务成本随业务量增高有所增长，为 18.2 亿，同比增 19%，毛利润 10.5 亿，毛利润率 36.5%，同比提高 1.9pct。综合物流解决方案成本综合全货机及客机货运业态，为 59.5 亿，同比增 45%，毛利润 9.6 亿，毛利润率 13.9%，同比下降 2.7pct。公司整体毛利润 61.8 亿，同比增 51.7%，毛利润率 27.8%，同比提高 0.9pct。

费用基本稳定，全年业绩高增。2021 年公司销售、管理、研发费用率分别为 1.17%、1.74%、0.06%、0.22%，同比分别下降 0.44pct、下降 0.50pct、上升 0.02pct、上升 0.73pct，净利润率 17.1%，同比下降 0.4pct。得益于运价走高，公司全货机业务大放异彩，全年业绩实现高增。

风险提示：宏观经济超预期下滑，客机腹舱运力回归冲击运价

投资建议：全球供应链仍尚未恢复，且国内坚持“动态清零”政策不动摇，在当前防疫政策下国门开放尚需等待，客机腹舱运力难以全面回归，叠加全球贸易增长延续，预计运价将保持高位。考虑到相比于前次报告，疫情影响持续，供应链恢复慢于预期，自 19.3 亿、17.2 亿分别上调 2022-2023 年盈利预测至 39.9 亿、40.3 亿，引入 2024 年盈利预测，预计 2024 年公司盈利 37.8 亿，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,111	22,227	25,143	25,591	24,898
(+/-%)	33.8%	47.1%	13.1%	1.8%	-2.7%
净利润(百万元)	2369	3627	3992.69	4026.76	3775.28
(+/-%)	200.7%	53.1%	10.1%	0.9%	-6.2%
每股收益(元)	1.66	2.54	2.79	2.82	2.64
EBIT Margin	23.2%	24.8%	23.3%	23.0%	22.0%
净资产收益率 (ROE)	45.3%	33.0%	28.6%	23.7%	19.0%
市盈率 (PE)	17.6	11.5	10.5	10.4	11.1
EV/EBITDA	12.1	8.1	7.7	7.8	8.1
市净率 (PB)	7.99	3.80	2.99	2.46	2.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

S0980521030003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	21.78 元
总市值/流通市值	34587/3463 百万元
52 周最高价/最低价	30.09/18.20 元
近 3 个月日均成交额	120.71 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《东航物流-601156-深度报告：航空货运第一股，东航物流启程》
 ——2021-06-08

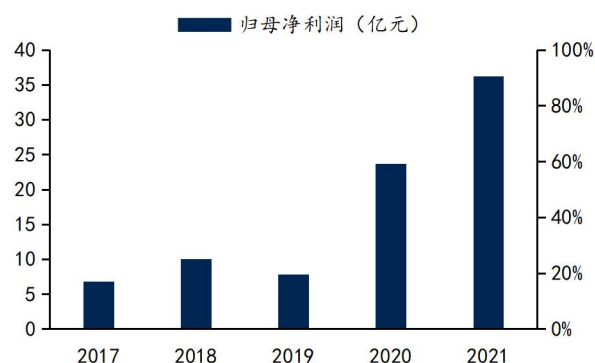
东航物流披露 2021 年报。2021 年公司实现营业收入 222.3 亿，同比增长 47.1%，实现归母净利润 36.3 亿，同比增长 53.1%。

图1：东航物流营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：东航物流归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

航空货运运价大涨，拉动营收实现近五成增速。2021 年全球经济疫情企稳增长，全球贸易额创历史新高，但因疫情影响，国际供应链仍未修复，航空运输运行仍未回到正轨，客机腹舱运力尚不能全面回归，供给仍存缺口。中国国门几近关闭，国际线客运航班量大幅降低导致客机腹舱运力相比于疫情前骤降，即便众航司大力推进客改货，仍难以平衡供需关系，航空货运价格大涨，拉动公司航空速运收入提高 59%至 124.3 亿。受益于虹浦两场货邮吞吐量提高、公司操作货量市占率增长及高附加值业务发展，公司地面综合服务收入增长 22.4%至 28.7 亿。得益于航空货运价格提高及公司跨境电商领域货量持续增长等因素，公司综合物流解决方案业务收入增长 40%至 69.1 亿。

图3：东航物流主营业务构成（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

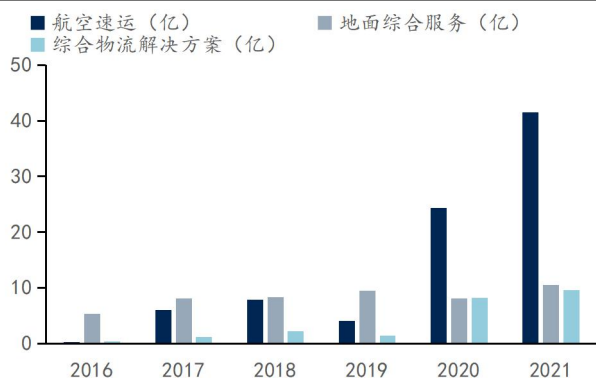
图4：东航物流细分主营业务增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

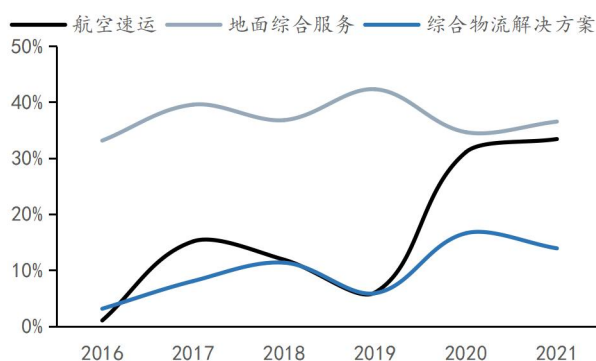
成本变化依存于收入结构，各业务毛利润表现不一。2021 年公司全货机平均在册数量同比增 17.8%，货机利用率小幅提高，公司全货机货邮周转量增速应在 15% 左右，叠加油价上行，公司全货机对应营业成本 39.0 亿；客机货运业务量及收入大增，但根据业务模式，客机货运收入与腹舱运输服务价款高度相关，客机货运相关成本提高 83.6%至 43.8 亿。航空速运毛利 41.5 亿，毛利润率 33.4%，同比提高 2.3pct。地面综合服务成本随业务量增高有所增长，为 18.2 亿，同比增 19%，毛利润 10.5 亿，毛利润率 36.5%，同比提高 1.9pct。综合物流解决方案成本综合全货机及客机货运业态，为 59.5 亿，同比增 45%，毛利润 9.6 亿，毛利润率 13.9%，同比下降 2.7pct。公司整体毛利润 61.8 亿，同比增 51.7%，毛利润率 27.8%，同比提高 0.9pct。

图5：东航物流细分主营业务毛利贡献



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

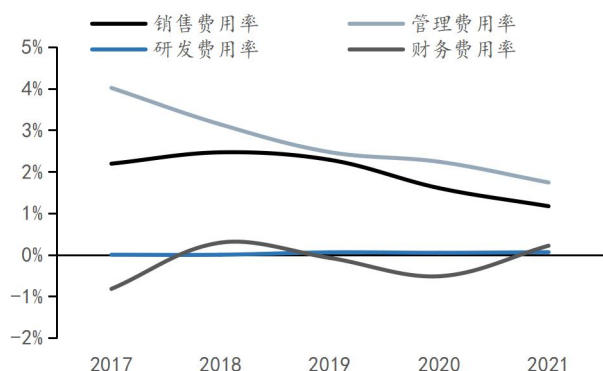
图6：东航物流细分主营业务毛利润率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

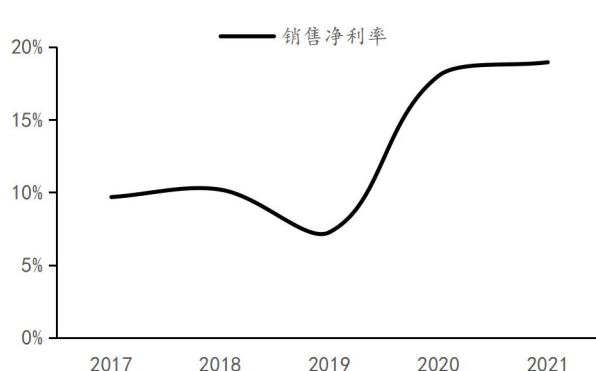
费用基本稳定，全年业绩高增。2021 年公司销售、管理、研发费用率分别为 1.17%、1.74%、0.06%、0.22%，同比分别下降 0.44pct、下降 0.50pct、上升 0.02pct、上升 0.73pct，净利润率 17.1%，同比下降 0.4pct。得益于运价走高，公司全货机业务大放异彩，全年业绩实现高增。

图7：东航物流费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：东航物流销售净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“增持”评级

全球供应链仍尚未恢复，且国内坚持“动态清零”政策不动摇，在当前防疫政策下国门开放尚需等待，客机腹舱运力难以全面回归，叠加全球贸易增长延续，预计运价将保持高位。考虑到相比于前次报告，疫情影响持续，供应链恢复慢于预期，自19.3亿、17.2亿分别上调2022-2023年盈利预测至39.9亿、40.3亿，引入2024年盈利预测，预计2024年公司盈利37.8亿，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济超预期下滑，客机腹舱运力回归冲击运价

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2480	9523	9454	10348	12812	营业收入	15111	22227	25143	25591	24898
应收款项	1890	2352	3100	3155	3070	营业成本	11040	16050	18487	18846	18556
存货净额	30	39	50	51	49	营业税金及附加	18	48	50	51	50
其他流动资产	172	91	377	2226	1245	销售费用	242	260	302	333	324
流动资产合计	4571	12005	12981	15780	17176	管理费用	338	387	453	487	499
固定资产	3521	3489	5851	7939	9881	财务费用	(78)	48	(56)	(75)	(85)
无形资产及其他	350	331	318	305	292	投资收益	0	11	20	20	20
投资性房地产	654	2211	2211	2211	2211	资产减值及公允价值变动	10	(1)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	74	206	193	203	213
资产总计	9096	18037	21362	26235	29560	营业利润	3635	5650	6118	6170	5784
短期借款及交易性金融负债	23	1201	440	554	732	营业外净收支	3	1	2	2	2
应付款项	1243	1216	1999	3242	3165	利润总额	3639	5652	6119	6171	5786
其他流动负债	1276	2049	1898	1929	1886	所得税费用	915	1439	1530	1543	1446
流动负债合计	2542	4466	4336	5725	5783	少数股东损益	355	586	597	602	564
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2369	3627	3993	4027	3775
其他长期负债	860	1724	1725	1726	1728						
长期负债合计	860	1724	1725	1726	1728	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3401	6190	6062	7452	7510	净利润	2369	3627	3993	4027	3775
少数股东权益	467	867	1326	1789	2224	资产减值准备	10	(9)	(1)	0	0
股东权益	5228	10980	13974	16994	19826	折旧摊销	245	417	311	423	568
负债和股东权益总计	9096	18037	21362	26235	29560	公允价值变动损失	(10)	1	2	2	2
						财务费用	(78)	48	(56)	(75)	(85)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	180	(346)	(413)	(630)	950
每股收益	1.66	2.54	2.79	2.82	2.64	其它	262	573	460	463	434
每股红利	0.38	0.09	0.70	0.70	0.66	经营活动现金流	3055	4263	4353	4286	5730
每股净资产	3.66	7.68	9.78	11.89	13.88	资本开支	0	(349)	(2662)	(2500)	(2500)
ROIC	57%	44%	36%	34%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	45%	33%	29%	24%	19%	投资活动现金流	0	(349)	(2662)	(2500)	(2500)
毛利率	27%	28%	26%	26%	25%	权益性融资	(5)	2432	0	0	0
EBIT Margin	23%	25%	23%	23%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	27%	25%	25%	24%	支付股利、利息	(549)	(135)	(998)	(1007)	(944)
收入增长	34%	47%	13%	2%	-3%	其它融资现金流	(1988)	968	(761)	115	177
净利润增长率	201%	53%	10%	1%	-6%	融资活动现金流	(3092)	3130	(1759)	(892)	(767)
资产负债率	43%	39%	35%	35%	33%	现金净变动	(36)	7043	(68)	894	2464
息率	1.3%	0.3%	2.4%	2.4%	2.3%	货币资金的期初余额	2516	2480	9523	9454	10348
P/E	17.6	11.5	10.5	10.4	11.1	货币资金的期末余额	2480	9523	9454	10348	12812
P/B	8.0	3.8	3.0	2.5	2.1	企业自由现金流	0	3828	1634	1709	3130
EV/EBITDA	12.1	8.1	7.7	7.8	8.1	权益自由现金流	0	4796	915	1880	3371

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032