东兴证券 DONGXING SECURITIES

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 年 10 月 25 日

推荐/首次

东航物流 | 公司报告

东航物流是东航集团旗下的综合物流服务企业，也是全国首批、民航首家混合所有制改革试点企业。依托东航股份 700 多架客机腹舱以及中货航 12 架全货机，公司构建了遍布全国、辐射全球的航线网络，为客户提供“一站式”物流解决方案。

占据上海枢纽地利，拥有牢固的盈利基础：三大航下属航空货运公司相比于其他货运企业有着得天独厚的优势，即母公司提供的庞大的客机腹仓运力。而东航物流相比南航物流和国货航的优势在于坐拥上海枢纽这一强大地利。

上海坐拥充沛的货源，适合航空货运业务的开展。浦东机场是我国内地最重要的航空货运枢纽，也是全球第三大航空货运枢纽。东航是浦东与虹桥最大的基地航司，东航物流在上海枢纽占据了超过四分之一的货运时刻资源和超过一半的货站处理能力，在上海枢纽拥有举足轻重的地位。

航空速运为主，地面综合服务为辅，综合物流是未来发展方向：航空速运业务是公司的核心业务，同时也是目前盈利的最主要来源，其中全货机业务受运价波动的影响较为明显，因而盈利波动较大；地面服务业务是公司业绩的稳定器，其双寡头垄断格局决定了其盈利稳定，利润率较高；综合物流解决方案是公司业务在前两者基础上的延伸，在行业竞争同质化的背景下，通过提供一站式服务加强自身竞争力和业务粘性，是公司未来重要的发展方向。

疫情后运价大幅提升，三大航下属货运公司最受益：疫情发生后，国际航线停摆，20 年上半年全球航空货运运载能力较 19 年的正常水平下降 30%以上；加之疫情后国际集装箱航线出现拥堵，部分需求转而流向航空运输，空运运力更为紧缺，带来运价大幅攀升。

我国全货机以窄体机为主，其中顺丰、邮政的全货机都主营国内快递，而适合国际货运的宽体全货机主要集中在三大航手中，故三大航下属的货运公司依靠业务属性与机队结构上的优势，在国际货运涨价潮中收获颇丰。

“客强货弱”的传统格局有望改变，航空货运迎来新的发展机遇：航空货运企业盈利大涨的背后是供给能力的明显短板。疫情后客机腹仓运力受限，我国全货机数量较少导致了空运出现较大供给缺口，民航长期以来客强货弱，货运过于依赖客机腹仓的问题被充分暴露，

为此，国家在疫情后快速出台了对航空货运的多项支持政策。其中包括简化审批流程，方式管制；增加航班时刻，提升时刻利用效率；加强航空货运基础设施建设，支持航空公司扩大货运机队等。新政策大幅改善了此前“重客轻货”的民航政策传统，航空货运行业有望获得更好的发展。

盈利预测与投资建议：22 年上半年航空货运运价还处于较高水平，但下半年开始出现明显回落。客机腹仓运力的恢复正在逐渐填补运力缺口。考虑到我国防疫现状以及国际航线管制政策的特殊性，我们预计运价在经历一波比较明显的下降后，会在一个虽远不及 21 年，但高于疫情前水平的位置稳定下来。

公司简介：

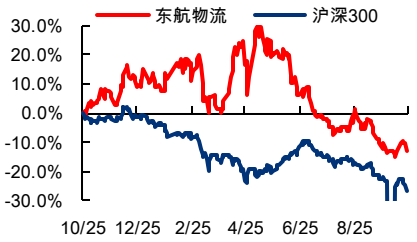
公司是东航集团旗下的综合物流服务企业，依托全球航线网络资源、拥有国内枢纽机场的地面操作资源、多元化的泛航空物流产品服务体系，以全方位信息系统为支撑，专注于为国内外客户提供安全、高效、精准、便捷的天地合一全程综合物流服务。未来，在“一个平台、两个服务提供商”的战略引领下，公司将进一步打造兼备信息化与国际化的快供应链平台及“干+仓+配”网络，致力于成为最具创新力的全球物流服务集成商。

资料来源：公司公告、WIND

交易数据

52 周股价区间（元）	24.71-15.69
总市值（亿元）	254.64
流通市值（亿元）	128.6
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	3.41

52 周股价走势图



资料来源：wind、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

我们预计公司 2022-2024 年盈利分别为 35.9 亿、24.0 亿和 21.7 亿，对应 EPS 分别为 2.26、1.51 和 1.37 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 7.3、10.9 和 12.1 倍，盈利下滑主要是因为我们假设未来两年运价均值会明显低于今年，但在该运价假设下，公司盈利依旧明显优于疫情前水平。

长期来看，随着国际空运运价恢复常态化，公司的盈利趋势主要与公司本身发展以及行业变化趋势有关。公司方面，通过近几年的经营积累了充裕的现金流，可以有序的扩充机队，提升公司竞争能力；行业方面，得益于国家政策层面的大力支持，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较大支持，全货机的运营效率有望得到明显提升，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。预计在度过未来 1-2 年的运价下滑阶段后，公司的盈利会步入一段平稳上升期。我们首次覆盖公司，给予公司“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。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	15,110.7	22,226.9	23,682.0	22,020.3	22,907.1
增长率（%）	33.77%	47.09%	6.55%	-7.02%	4.03%
净归母利润（百万元）	2,368.7	3,626.9	3,588.7	2,402.4	2,169.4
增长率（%）	200.70%	53.12%	-1.05%	-33.06%	-9.70%
净资产收益率（%）	45.31%	33.03%	26.63%	15.86%	13.03%
每股收益(元)	1.66	2.40	2.26	1.51	1.37
PE	9.95	6.88	7.30	10.91	12.08
PB	4.51	2.39	1.94	1.73	1.57

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 东航物流：国内领先的航空货运服务提供商 4
1.1 公司 18 年通过混改实现重组，充分释放经营活力 4
1.2 公司业务以航空速运为主，地面综合服务为辅，综合物流是未来发展方向 5
2. 三大航占据国际空运市场主导地位，疫情带来运价大幅提升 6
2.1 三大航在国际航空货运领域占据主导地位 6
2.2 疫情导致国际航运运价大幅攀升，带来公司盈利快速增长 7
2.3“客强货弱”的传统格局有望改变，航空货运迎来新的发展机遇 8
3. 公司占据上海货运枢纽，盈利底盘稳固 11
3.1 公司占据上海枢纽出发的大量的货运航线时刻资源 11
3.2 公司拥有上海两场一半以上的货站处理能力 12
4. 主营业务经营与财务表现：航空货运盈利亮眼，地面服务稳定贡献 13
4.1 航空速运业务是公司核心业务，全货机具有最大盈利弹性 13
4.2 地面综合服务业务呈双寡头垄断格局，能够贡献稳定收益 15
4.3 综合物流解决方案高速增长，有助于提升客户粘性 16
5. 盈利预测与投资建议 19
5.1 未来 1-2 年，即期运价变化决定公司盈利走势 19
5.2 公司长期盈利趋势受益于产业发展和政策支持 21
6. 风险提示 21

插图目录

图 1： 公司通过混改是否企业活力（图为 18 年混改完成后的股权结构） 4
图 2： 航空速运与综合物流业务营收持续增长 5
图 3： 公司各业务营收占比 5
图 4： 公司盈利在疫情后大幅提升 5
图 5： 航空速运毛利率在疫情后增长最明显 5
图 6： 航空速运业务贡献了公司主要的毛利增量 6
图 7： 公司资产负债率持续下降 6
图 8： 三大航货邮周转量占全国主要部分（亿吨公里） 6
图 9： 国际货运是航空货运最主要的组成部分（亿吨公里） 6
图 10： 三大航全货机以宽体机为主，在国际货运上明显占优 7
图 11： 疫情导致国际航空货运运力骤减（以 2012 年为 100%） 8
图 12： 疫情后国际航空货运运载率大幅提升 8
图 13： 运力紧张导致公司全货机运价大幅提升 8
图 14： 公司客机腹仓运输运价同样大幅提升 8
图 15： 美国主要货运航司全货机数量 9
图 16： 国内主要航司全货机数量 9
图 17： 我国航空货运对客机腹仓依赖度较高 9

图 18: 外航时刻数量与内航基本持平（包括客改货）.....9
图 19: 疫情后国家快速推出多个支持航空货运的政策.....10
图 20: 上海是中国最大的航空货运枢纽.....11
图 21: 浦东机场是全球第三大航空货运枢纽.....11
图 22: 公司在上海两场拥有大量货运时刻资源（包括客改货）.....12
图 23: 中货航周度全货机航线班次一览.....12
图 24: 公司拥有上海两场一半以上的货站处理能力.....13
图 25: 疫情期间货站使用单价呈上升趋势.....13
图 26: 航空速运中全货机业务贡献主要收入.....14
图 27: 全货机业务贡献了大部分毛利.....14
图 28: 全货机业务成本构成中主要的变化项目是燃油.....14
图 29: 全货机业务毛利率弹性较大（21 年为估计值）.....14
图 30: 货邮处理量稳中有升.....15
图 31: 货站操作收入地面服务收入占 90%以上.....15
图 32: 货邮处理单价持续提升（21 年单价为估计值）.....15
图 33: 毛利率稳定在 35%左右.....15
图 34: 成本方面，短期薪酬和其他成本疫情后提升较明显（亿元）.....16
图 35: 综合物流解决方案分项收入.....17
图 36: 分项业务货运量变化情况（万吨）.....17
图 37: 综合物流解决方案毛利率整体提升.....17
图 38: 除航空特货外，其他版块单位收入提升明显（万元/吨）.....17
图 39: 营业成本主要是运输服务价款.....18
图 40: 综合物流解决方案业务占营收比重提升.....18
图 41: 跨境电商规模持续提升.....18
图 42: 生鲜电商规模快速提升.....18
图 43: 公司盈利预测主要假设.....19
图 44: 公司主要业务营收与利润率预测.....20

1. 东航物流：国内领先的航空货运服务提供商

东方航空物流股份有限公司是东航集团旗下的综合物流服务企业，也是全国首批、民航首家混合所有制改革试点企业。

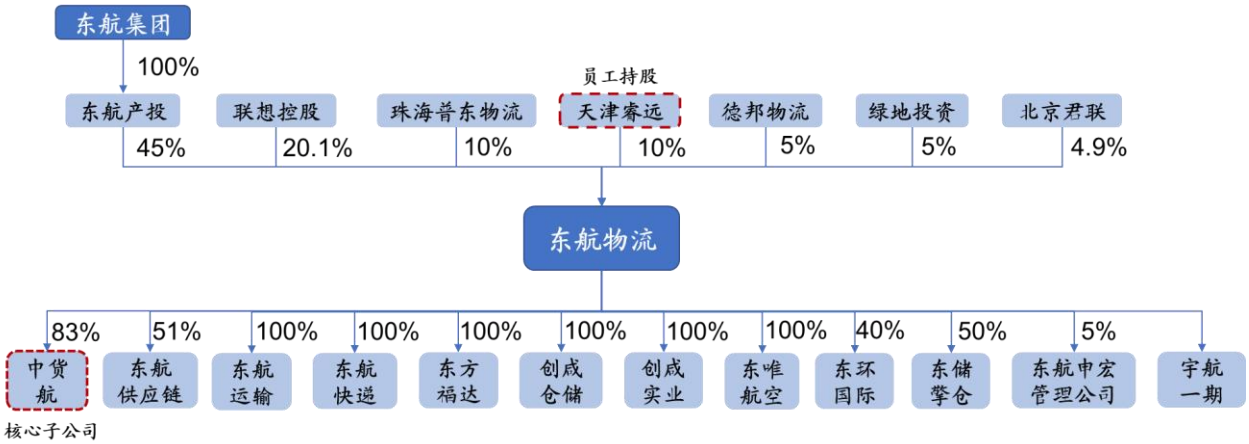
公司旗下拥有中国货运航空、东航快递、东航运输、东航供应链等子公司及境内外多个站点及分支机构。依托东航股份 700 多架客机腹舱以及中货航 12 余架全货机，公司构建了遍布全国、辐射全球的航线网络。公司业务集航空速运、货站操作、多式联运、特种仓储、跨境电商、供应链服务、航空特货解决方案和产地直达等业务功能于一体，根据客户的需求提供“一站式”物流解决方案。

1.1 公司 18 年通过混改实现重组，充分释放经营活力

东航物流是以东航产投、联想控股、珠海普东物流、天津睿远、德邦股份、 绿地投资公司、北京君联为发起人，由东航物流有限于 2018 年 12 月整体变更设立的股份有限公司。其前身东远物流成立于 2004 年 8 月，2012 年正式更名为东航物流有限。

2016 年 11 月，发改委出具《关于东方航空物流有限公司混合所有制改革试点总体方案的复函》，原则同意东航物流有限混合所有制改革总体方案。第一阶段由东航产投以协议转让的方式受让东航股份持有的东航物流有限 100%的股权；第二阶段为增资扩股，由东航物流引入非国有战略投资者、财务投资者，并实施员工持股。

图1：公司通过混改是否企业活力（图为 18 年混改完成后的股权结构）



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

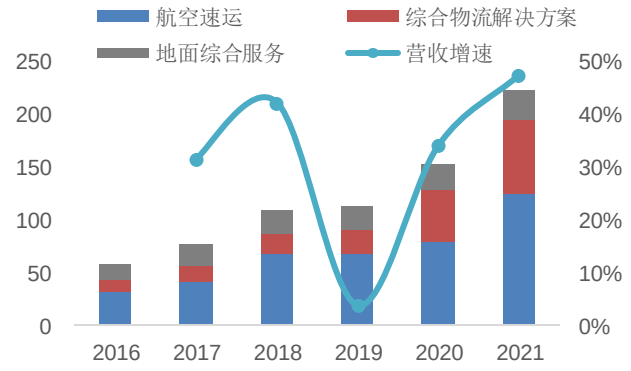
通过混改，东航产投引入了多个有影响力且具备协同效应的战略投资者以及财务投资者，如专注于供应链新型基础设施投资管理的普洛斯、国内零担及大件快递的龙头德邦物流。

同时，天津睿远作为员工持股平台，在公司上市前获得了 10%的股权，持股核心员工 169 人，有助于充分调动员工积极性，对公司的长期发展起到了正面作用。

1.2 公司业务以航空速运为主，地面综合服务为辅，综合物流是未来发展方向

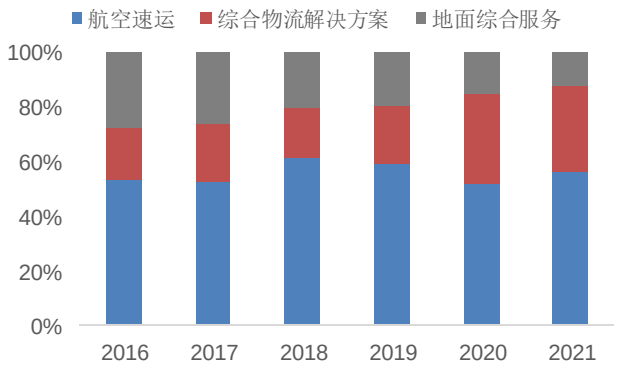
公司业务分为三个部分，分别为航空速运、地面综合服务以及综合物流解决方案。其中最核心的业务是航空速运业务，营收与毛利占比最高；地面综合服务是航空速运业务的必要配套业务，营收与盈利稳定；综合物流解决方案是依托航空速运能力开展的增值配套服务，对于提升公司服务质量、延长业务链条有着重要作用。18 年后。可以看到综合物流解决方案业务的营收占比有明显。

图2：航空速运与综合物流业务营收持续增长



资料来源：WIND，公司年报，东兴证券研究所

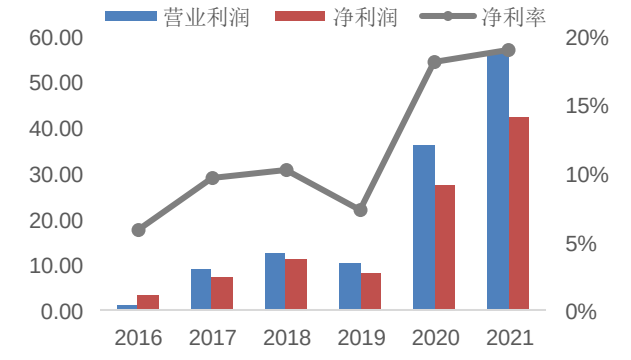
图3：公司各业务营收占比



资料来源：WIND，公司年报，东兴证券研究所

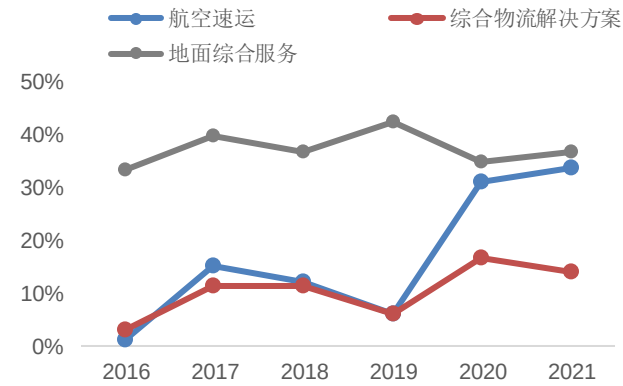
2020 年新冠疫情爆发后，公司营收以及盈利出现大幅提升，主要原因是导致疫情导致国际航空客运基本停滞，原本客机腹仓提供的大量仓位退出市场，导致国际航空货运运力大为紧张。供给不足显著推高了航空货运运价。由于公司下属全货机不受国际客班停运影响，运价的限制提升带来了公司利润的快速增长。

图4：公司盈利在疫情后大幅提升



资料来源：WIND，公司年报，东兴证券研究所

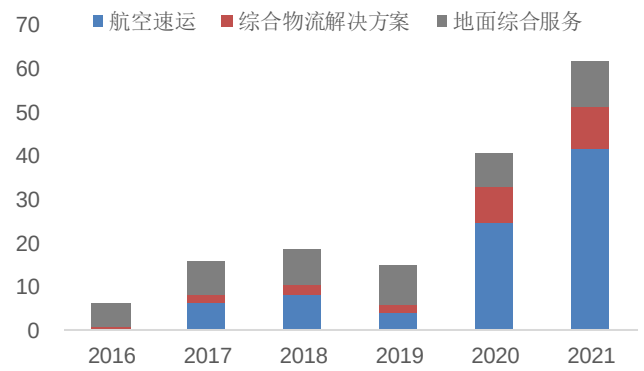
图5：航空速运毛利率在疫情后增长最明显



资料来源：WIND，公司年报，东兴证券研究所

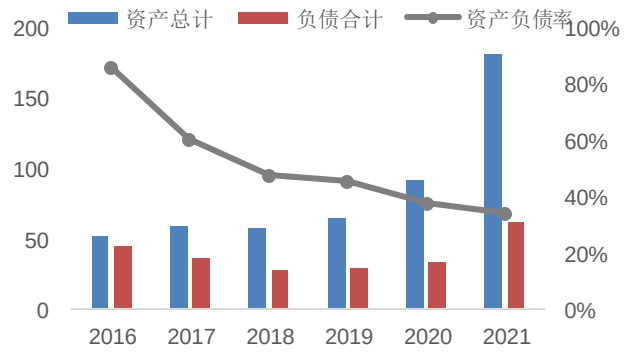
从披露的数据看，公司 20 与 21 年净利润较 19 年大幅提升，其中航空速运毛利率从 19 年的 6%提升至 20 年的 31%，21 年进一步提升至 33%。航空速运贡献的毛利从 19 年的 4 亿元提升至 20 年的 24.3 亿元，21 年继续提升至 41.5 亿元。

图6：航空速运业务贡献了公司主要的毛利增量



资料来源：WIND，公司年报，东兴证券研究所

图7：公司资产负债率持续下降



资料来源：WIND，公司年报，东兴证券研究所

得益于近两年盈利的大幅好转以及 21 年上市融资，公司资产负债率持续下降，资金充裕。良好的现金流为公司后续发展奠定了基础。今年公司新购入 2 架全货机，全货机机队由 10 架增加到 12 架，进一步强化了自身的运输能力。

2. 三大航占据国际空运市场主导地位，疫情带来运价大幅提升

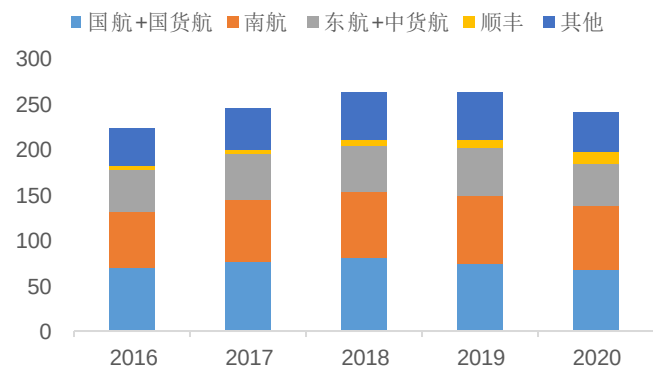
2.1 三大航在国际航空货运领域占据主导地位

国际客运停滞，客机腹仓仓位的缺失使得国际货运明显提价，而我国国际货运的主要份额由三大航占据，因此疫情中，三大航空集团下属的货运部门受益最为明显。

可以看到，由于国内货运有汽运等更经济的运输方式替代，且国际货运运输距离远长于国内货运，因而从周转量的角度统计，国际货运周转量占我国航司航空货运总周转量的 70%以上，是航空货运的最主要组成部分。

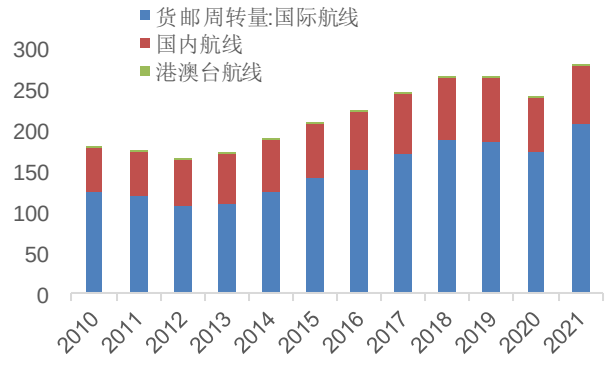
三大航在我国航空货运中占到了相当高的比重。以 2020 年为例，国航、南航与东航的货邮周转量合计超过 75%。

图8：三大航货邮周转量占全国主要部分（亿吨公里）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图9：国际货运是航空货运最主要的组成部分（亿吨公里）



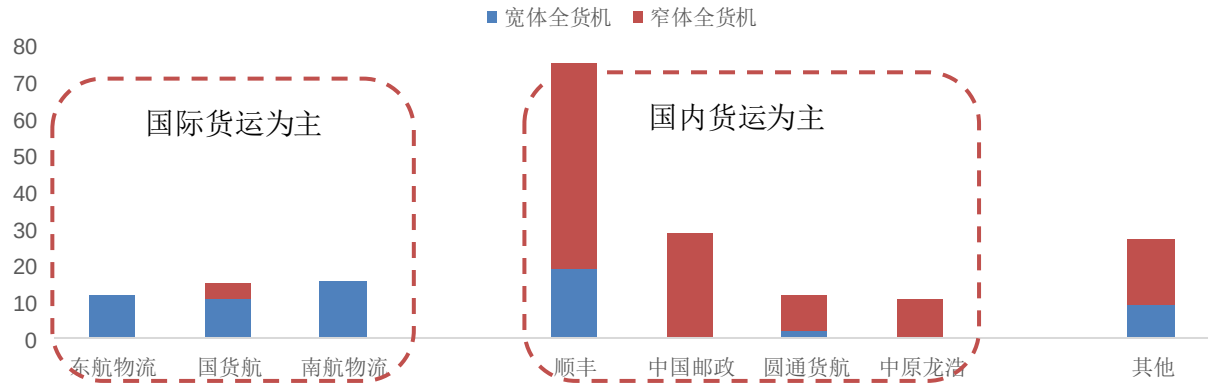
资料来源：WIND，东兴证券研究所

同时，由于业务属性和机队结构的差异，三大航在国际货运方面更为强势。

从机队结构上看，我国航司的全货机以窄体机为主，宽体机主要集中在三大航的物流部门（东航物流、南航物流以及国货航）以及顺丰手中。其中目前东航、南航、国航旗下分别有宽体全货机 12、16 和 11 架。同时顺丰还拥有 19 架宽体全货机。很明显宽体机更适合长距离的洲际国际货运，而窄体机更多负责国内以及亚洲内部的货运。

从业务属性上看，顺丰的全货机数量远超其他航司，在鄂州机场投产后也将获得强大的国际货运潜力，但其全货机主要用于快递业务，目前依旧以国内货运为主。与之类似的还有机队规模较大但全部为窄体机的邮政机队。

图10：三大航全货机以宽体机为主，在国际货运上明显占优



资料来源：WIND，民航休闲小站（xmyzl.com），东兴证券研究所

因此，我们估计三大航国际货运周转量占比合计超过 80%，占据绝对主导地位。综合来看，三大航下属的宽体全货机机队是长距离国际货运的中坚力量以及国际货运运价上涨的最大受益者。

2.2 疫情导致国际航运运价大幅攀升，带来公司盈利快速增长

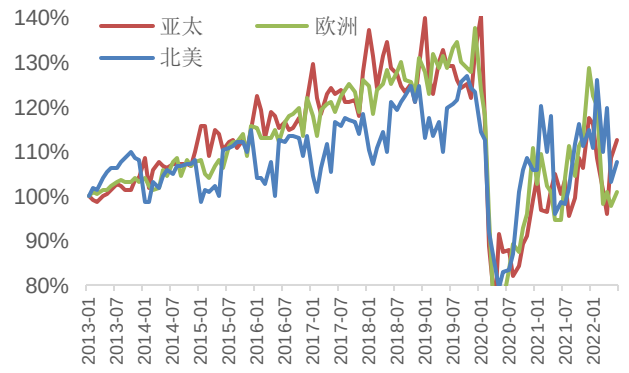
从运价角度看，2020 年开始的疫情使得国际航空货运运价提升到一个前所未有的水平。

IATA 的数据显示，如果以 2012 年航空货运的可用吨公里为 100%的话，到 2019 年全球航空货运的可用吨公里大概相当于 2012 年的 130%以上。

但疫情发生后，由于全球国际航线停摆，导致 2020 年 3 月开始的近半年的时间里全球航空运载能力较 19 年的正常水平下降 30%以上。加之疫情后国际集装箱航线出现拥堵现象，部分需求转而流向航空运输，使得航空货运运力更为紧缺。

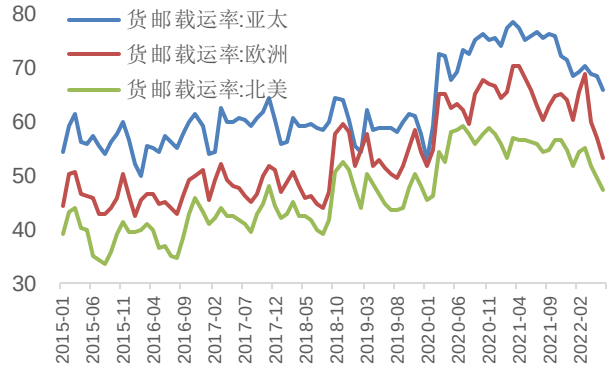
后续各国航司纷纷通过“客改货”的方式补足原本缺失的货运能力，航空货运运力紧缺的情况有所改观。但由于“客改货”飞机的装载能力远弱于全货机，同时运输成本也明显高于全货机，因此只适合在运价很高的情况下执飞，作为运力补充，因此也并没能扭转全球航空运力紧缺的大环境。可以看到，目前全球的货运可用吨公里依旧未能恢复到 19 年同期的水平。

图11：疫情导致国际航空货运运力骤减(以 2012 年为 100%)



资料来源：WIND，IATA，东兴证券研究所

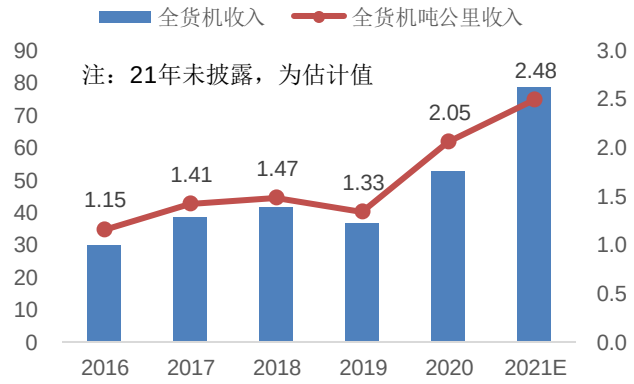
图12：疫情后国际航空货运运载率大幅提升



资料来源：WIND，IATA，东兴证券研究所

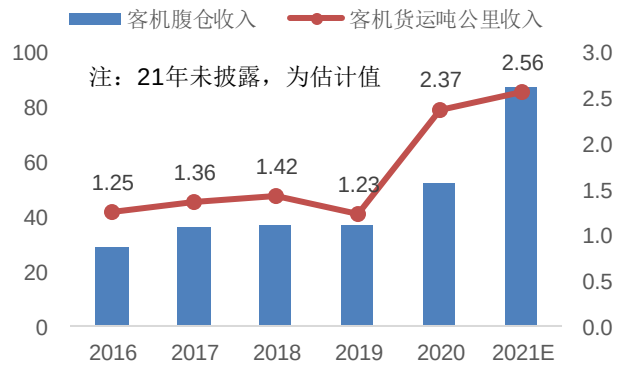
从装载率来看，不论是亚太、欧洲还是北美，航空货运的运载率较疫情前都大幅提升。之所以各区域的空运装载率最高时也未能超过 80%，主要是因为该指标是以载重量为标准，而航空运输包含较多低密度产品，即使填满货仓，重量也不足以达到全货机的载重量上限。实际上 20-21 年间航空货运的运载率相当高，特别是亚太地区由于大量向欧美出口各类物资，整体处于接近满载状态。

图13：运力紧张导致公司全货机运价大幅提升



资料来源：WIND，公司公告，东兴证券研究所

图14：公司客机腹仓运输运价同样大幅提升



资料来源：WIND，公司公告，东兴证券研究所

运力的紧张导致公司全货机和客机腹仓的运价大幅上涨，这也是公司盈利大幅提升的主要原因。可以看到，疫情前，公司全货机吨公里收入约在 1.3-1.5 元之间浮动，而 20 年和 21 年持续提升，21 年虽未披露，但预计接近 2.5 元/吨公里。客机腹仓收入增长情况也较为类似。

由于航空运输固定成本占比较高，变动成本主要为燃油。因此运价和装载率的双重提升使得增量收入基本都转化为了公司盈利，带来了公司利润的大幅增长。

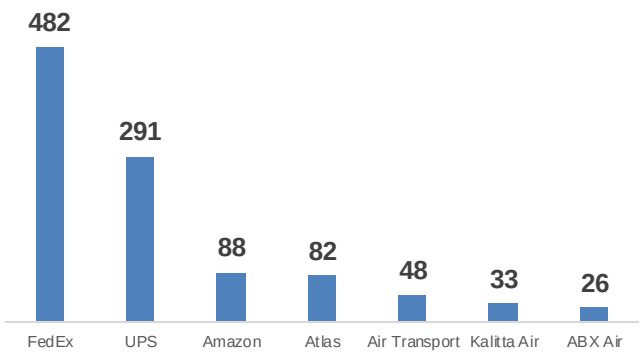
2.3 “客强货弱”的传统格局有望改变，航空货运迎来新的发展机遇

全球航空货运运载率于 2022 年开始下降，一方面是欧美地区逐步放开对疫情的管制，客机腹仓运力有所恢复，整体供给提升；另一方面受俄乌局势影响全球经济走弱，影响了工业生产与对外进出口。未来 2-3 年里，随着全球对疫情管制的放松，航空货运运力紧缺的情况会逐步缓解，航空货运运价的下滑也很难避免。

虽然后续运价大概率回落，但在本轮疫情中，我国航空货运获得了难得的发展机遇期，民航长期以来“重客轻货”的发展策略得以转变为“客货并举”，我国航空货运长期健康发展获得了更多的政策保障。

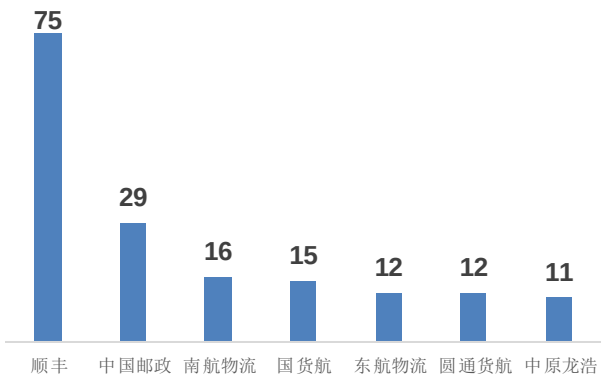
疫情下，我国民航客强货弱的问题被充分暴露。由于我国民航发展较晚，长期以来民航政策导向都以保障航空客运为优先，我国在鄂州机场建成之前甚至没有专业货运机场。为了不影响客运，货运航班基本都安排在23点后到次日6点前这段时间，导致航空运输的时效优势不能完全发挥。时刻受限还使得全货机的利用效率明显低于客机，拖累全货机的盈利能力。

图15：美国主要货运航司全货机数量



资料来源：planespotters.net，东兴证券研究所

图16：国内主要航司全货机数量

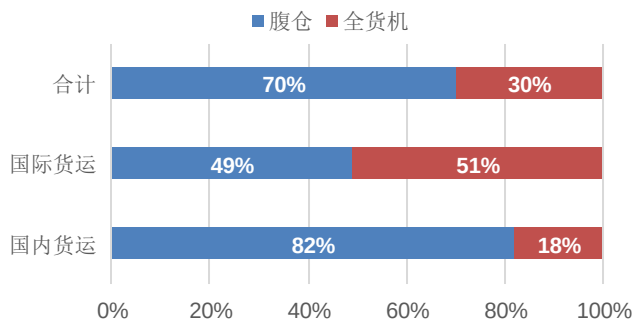


资料来源：xmyzl.com，东兴证券研究所

受此前民航政策限制，我国航司对全货机的引进并不积极。从结果上看，我国主要货运航司的全货机数量远低于美国货运航司。美国 FedEx 与 UPS 目前分别拥有全货机 482 架和 291 架，而国内航司中拥有全货机最多的顺丰为 75 架，其次为邮政 29 架，三大航全货机都不超过 20 架。由于全货机缺乏，我国航空货运比较依赖客机腹仓运输。根据民航局披露的数据，我国国内货运 82%的货物通过腹仓运输，全货机运输仅 18%；国际货运也近一半依靠腹仓完成。我国机场的国际货运航班时刻中，外航占 49%，接近一半。

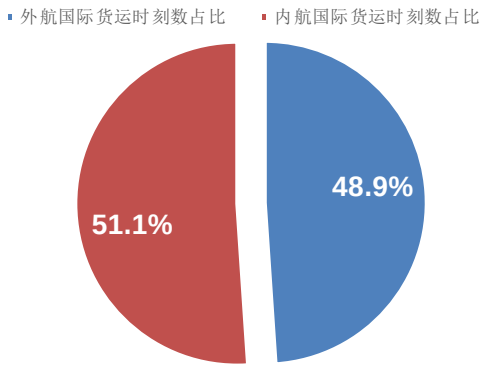
这样的运输结构在平时展露的问题并不明显，但在疫情发生的情况下则显得相当脆弱。疫情初期，由于国内航空停摆，客机腹仓运力骤减，国内航空物资运输出现严重的运力短缺。疫情全球流行后，对外进出口压力加大，同样显露出我国全货机数量明显不足的问题，需要采用“客改货”这样比较低效的方式补足运力。

图17：我国航空货运对客机腹仓依赖度较高



资料来源：民航局官网，东兴证券研究所

图18：外航时刻数量与内航基本持平（包括客改货）



资料来源：pre-flight.cn，东兴证券研究所

民航局在工作会议中指出，我国航空货运市场全货机数量不足、货运航线网络布局不均衡、国际航空货运市场份额小、整体竞争力弱等问题在疫情发生后充分暴露。为此，国家在疫情后快速出台了对航空货运的多项支持政策。其中包括简化审批流程，方式管制；增加航班时刻，提升时刻利用效率；加强航空货运基础设施建设，支持航空公司扩大货运机队等。

图19：疫情后国家快速推出多个支持航空货运的政策

时间	政策	主要目标	具体内容
2020.5	《关于进一步优化货运航线航班管理政策的通知》	简化审批流程，放松对货运企业的管制	1.合并国内货运航线经营许可证，不再单独颁发单一具体国内货源航线经营许可 2.一类国际货运航线经营许可由单一具体航线改为以目的地国为设定范围 3.货运航司可在国内航班执行3日前、国际航班执行1日前将航班计划通过系统直接备案 4.全国机场零时至六时之间新增的货邮飞行时刻，增量另计，不计入控总量范围；
2020.8	《货邮飞行航班时刻配置政策》	进一步提高航班时刻资源的利用效率和利用效益	1.主辅协调机场，晚22时至次日8时，遵照客货同等对待原则协调货邮飞行时刻 2.货运功能较强的枢纽机场，适当安排早8点至晚22点货邮飞行航班时刻 3.非协调机场，全天24小时遵照客货同等对待的原则协调配货运时刻。
2020.9	《关于促进航空货运基础设施发展的意见》	以货运市场需求为导向，聚焦航空货运设施发展短板和弱项，提高国际航空货运能力	1.推进专业性货运枢纽机场建设 2.充分利用既有机场的货运设施能力，科学有序推进专业性货运枢纽机场布局建设。 3.统筹民航与铁路、公路、水运等多种交通运输方式的有效衔接和一体化协同发展 4.着力提升航空货运设施专业化运营能力和服务质量 5.大力培育航空货运企业，支持航空公司扩大货运机队规模

资料来源：民航局官网，东兴证券研究所

此前出台的航线航班管理相关政策中，往往未对客、货运航班进行有效区分，部分措施针对性较差，对航空货运的发展造成阻碍。新的政策大幅改善了此前“重客轻货”的民航政策传统，其中以《货邮飞行航班时刻配置政策》最为关键。政策对不同类型机场给予了差异化的货邮飞行航班时刻配置窗口，大大增加了货邮航班的时刻供给，政策力度非常大。

在民航政策方向转变并给予大力支持的背景下，航空货运行业有望获得更好的发展。

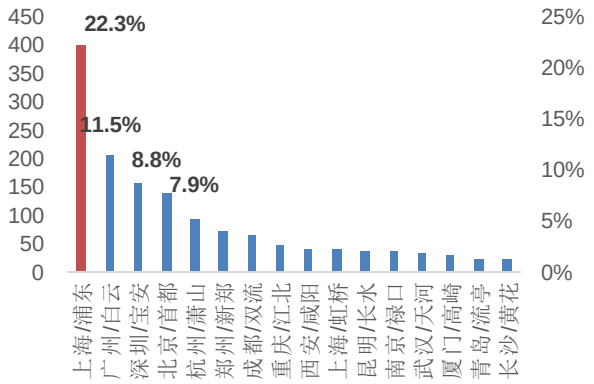
3. 公司占据上海货运枢纽，盈利底盘稳固

三大航下属航空货运公司相比于其他货运企业有着得天独厚的优势，即母公司提供的庞大的客机腹仓运力。以东航物流为例，公司独家经营东航股份 700 余架客机的货运业务（客机腹仓运输），国内航网四通八达；依托天合联盟网络、代码共享与 SPA 协议，国际航网通达全球 170 个国家的 1,036 个目的地。

而东航物流相比南航物流和国货航同样具有一定的优势，那就是其坐拥上海枢纽这一“地利”，这使得东航物流得以获得较为稳固的盈利底盘。

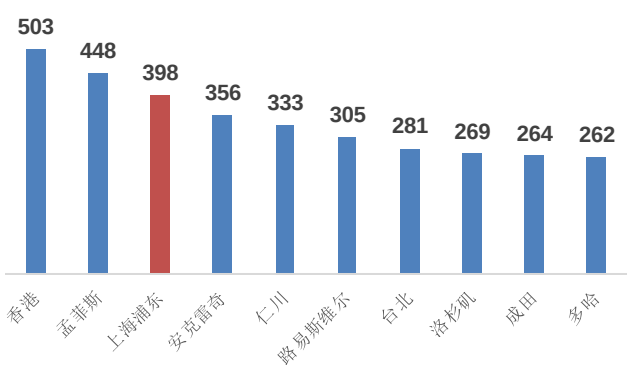
上海浦东机场是我国内地最重要的航空货运枢纽，也是全球第三大航空货运枢纽（以吞吐量计）。去年浦东机场实现货物吞吐量 398 万吨，占全国货邮吞吐量的 22%，超出第二的白云机场近一倍。

图20：上海是中国最大的航空货运枢纽



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图21：浦东机场是全球第三大航空货运枢纽



资料来源：WIND，东兴证券研究所

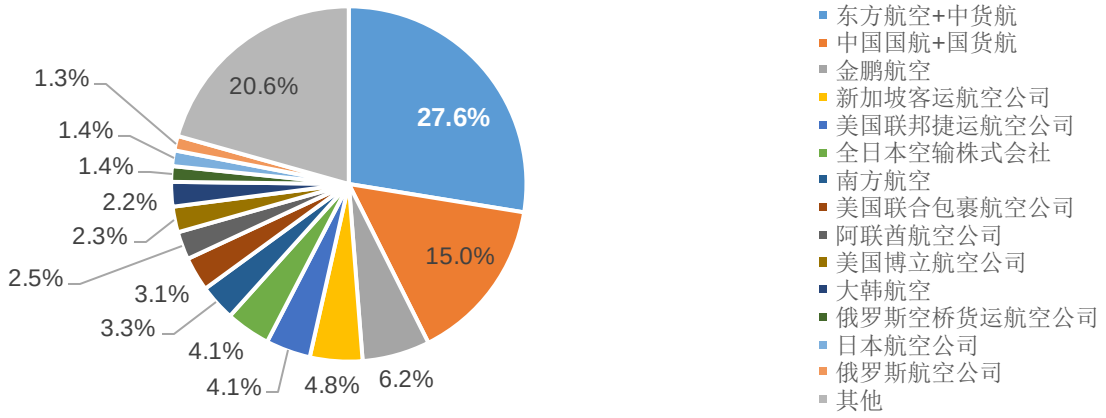
上海作为我国的经济中心，坐拥充沛的货源，适合航空货运业务的开展。东航作为浦东与虹桥的基地航司，在上海枢纽拥有大量的时刻资源以及地面服务资源，在上海枢纽拥有举足轻重的地位。后面我们可以看到，东航物流的全货机业务基本都围绕上海枢纽开展。

3.1 公司占据上海枢纽出发的大量的货运航线时刻资源

货运时刻资源方面，考虑客改货航班，东航物流在上海两场拥有 27.6%的货运时刻份额（22 年夏秋航季），其次为国航的 15%和金鹏航空的 6.2%。东航相比其他航司在上海两场的时刻资源上有明显优势。

枢纽机场的航权时刻具有较强的稀缺性，每年增量相当有限，且一旦获得就基本固定。公司长期耕耘上海枢纽，在时刻资源上积累的巨大的优势相当稳固。

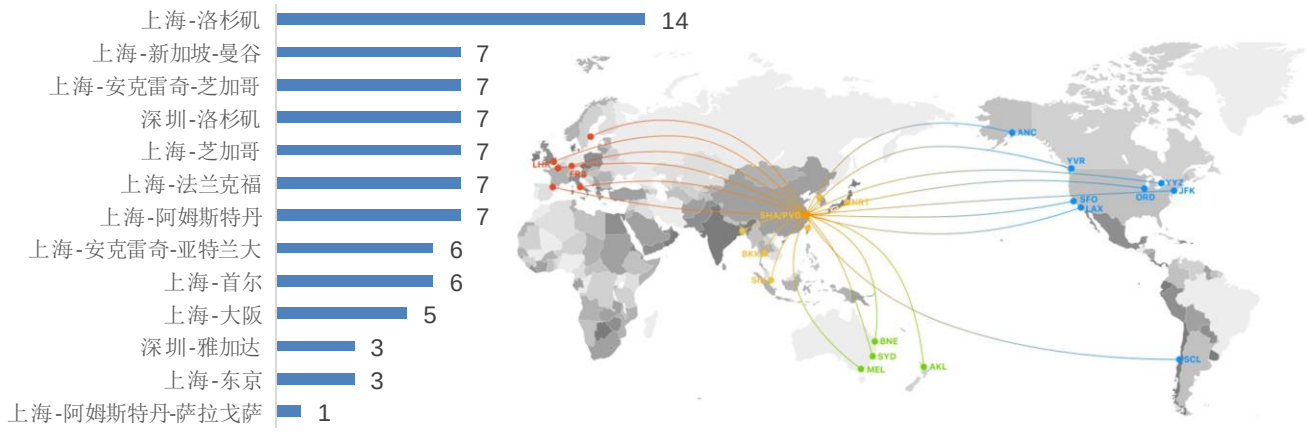
图22：公司在上海两场拥有大量货运时刻资源（包括客改货）



资料来源：民航预先飞行计划管理系统(pre-flight.cn)，东兴证券研究所

从中货航的全货机航线上看，公司全货机航线的国内出发点仅有上海和深圳两地，其中上海出发的航线占绝大多数。也可以看出上海枢纽对于东航物流的重要性。

图23：中货航周度全货机航线班次一览



资料来源：民航预先飞行计划管理系统(pre-flight.cn)，公司招股书，,东兴证券研究所

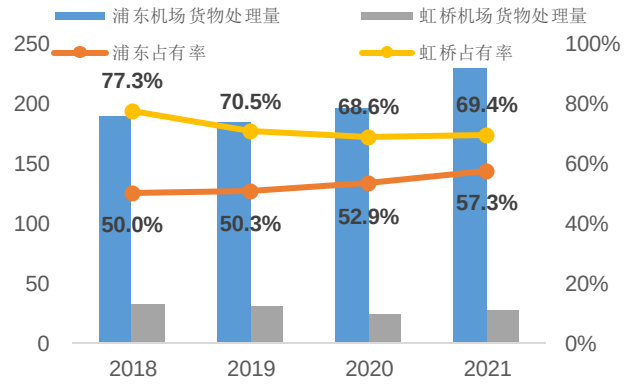
3.2 公司拥有上海两场一半以上的货站处理能力

除了时刻资源，公司在上海两场还具备相当强的地面服务能力。

公司的自营货站全部位于机场红线内，资质审核、经营许可齐全。由于经营场地等条件的严格限制，核心枢纽机场的货站资源和临空物流仓储设施具有不可替代性和稀缺性，构成了公司地面综合服务的核心竞争壁垒。

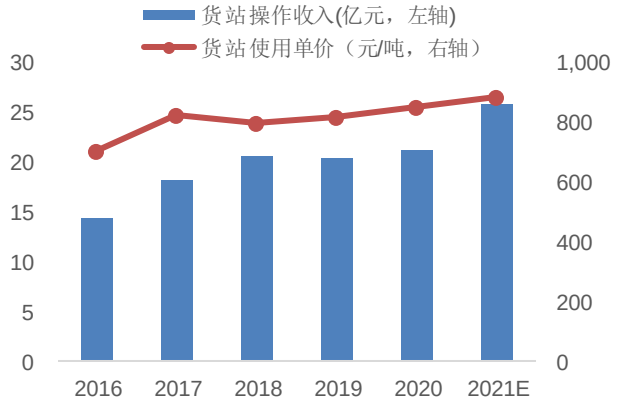
公司拥有的货站操作场地和仓储面积达 150 万平方米，其中上海两场货站面积 125 万平方米，共计 6 个近机坪货站和 1 个货运中转站，是浦东机场仅有的两家运营跨境电商集中监管库的企业之一。

图24：公司拥有上海两场一半以上的货站处理能力



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图25：疫情期间货站使用单价呈上升趋势



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

公司货站处理量占到上海两场的一半以上。2021 年公司浦东货站处理货物 228.3 万吨，占浦东机场货物总吞吐量的 57%；虹桥货站处理货物 26.6 万吨，占虹桥机场货物总吞吐量的 69%。

结合货运时刻资源优势以及地面服务能力优势，公司在上海两场具有强大的竞争力。凭借丰富的管理经验、专业的服务能力、高效的物流效率以及优质的品牌信誉，多年来公司业务体量持续扩大。

4. 主营业务经营与财务表现：航空货运盈利亮眼，地面服务稳定贡献

公司主营业务分为三大板块，分别为为航空速运、地面综合服务以及综合物流解决方案。其中航空速运业务为主干，地面综合服务为配套，综合物流解决方案作为两者基础上的延伸。三者结合，构建出公司完整的综合物流服务网络。

4.1 航空速运业务是公司核心业务，全货机具有最大盈利弹性

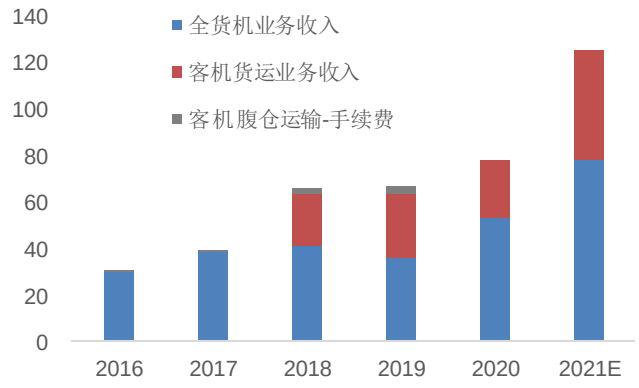
航空速运业务是公司最核心的业务，其中又可分为全货机业务和客机货运业务。

可以看到，疫情后公司全货机业务受益于运力紧缺导致的运价上涨，营收大幅提升，从 19 年的 36.3 亿元提升至 21 年的 78.3 亿元。2022 年公司全货机数量由 10 架提升至 12 架，且 22 年下半年运价虽较 21 年有所下滑，但依旧维持较高水平，故预计营收还将维持高位。

客机腹仓业务的收入疫情之后表现为先降后升，主要是因为 20 年上半年国内航空客运收到较大冲击，导致客机腹仓业务快速收缩。但随着国内客运恢复以及部分客机通过“客改货”的方式参与货运，客机货运业务的营收在 21 年大幅提升。

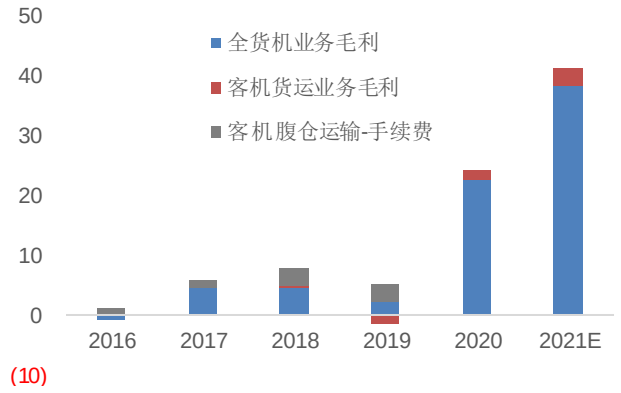
利润率方面，疫情后的高运价使得全货机业务毛利率从 19 年的 6%左右提升至 40 以上%，预估 21 年毛利率接近 50%。疫情后公司主要的毛利增量都来自全货机业务，21 年我们估计公司全货机业务贡献毛利 38 亿左右，较疫情前提升巨大。

图26：航空速运中全货机业务贡献主要收入



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图27：全货机业务贡献了大部分毛利



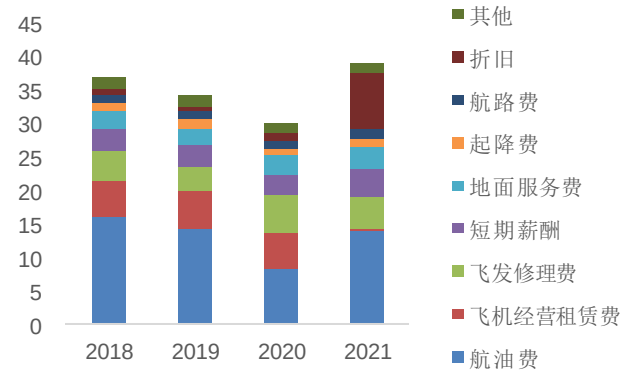
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

客机腹仓利润率的变化趋势与全货机业务差距较大，可以看到大幅提升的运价并没有带来客机腹仓业务利润率的大幅提升，这主要与公司客机货运业务的承包经营模式以及“客改货”本身的局限性有关。

客机货运业务下，中货航承包经营东航股份所运营的所有客机的腹舱货运业务，角色类似于货代，因此本身利润率就不会很高。同时承包协议约定，由于运价大幅波动导致“腹舱收入审计值”与“腹舱收入评估值”出现差距的，其差额由东航物流与东航股份各承担 50%，这使得东航物流并不能完全获得运价超预期提升带来的收益。（当然相对的，若运价严重不及预期，也不会承担全部损失）

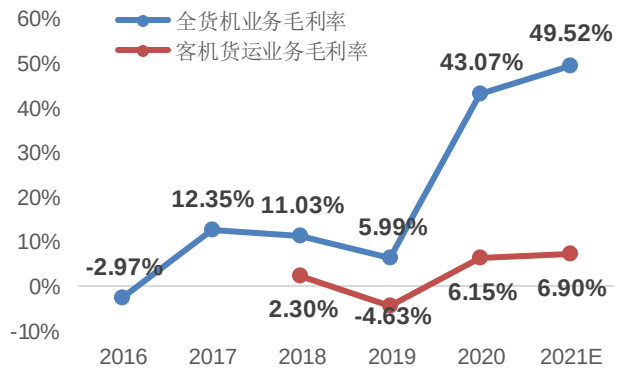
此外，即使通过拆除座椅等方式进行“客改货”，客机的运输能力与装卸效率也远低于同机型的全货机，因而单位成本远高于全货机，故虽然运价大涨，但客改货模式的利润率其实并不高。

图28：全货机业务成本构成中主要的变化项目是燃油



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图29：全货机业务毛利率弹性较大（21 年为估计值）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

（注：2021 年公司未披露分项数据，故客机货运业务收入主要参考东航股份的货运收入估计得到，利润率的计算存在误差，但不妨碍结论）

成本方面，全货机业务的固定成本比较稳定，主要由折旧（租赁费）、职工薪酬、维修费用构成。航次成本方面，航路费、起降费以及地服费用都比较稳定，主要的变动来自于燃油价格变化。考虑到 22 年油价相比 21 年上涨较多，预计 22 年公司单位航油成本会有较明显的上涨。

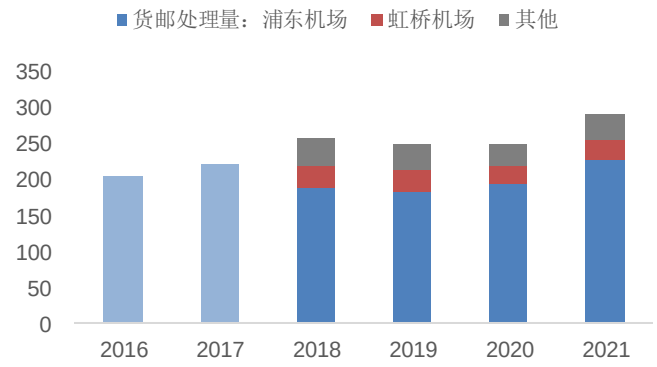
4.2 地面综合服务业务呈双寡头垄断格局，能够贡献稳定收益

地面服务是航空货运主业的配套服务，其中包括货站操作业务、多式联运业务以及仓储业务，其中货站操作业务收入占比超过 90%，是地面综合服务的核心产品。货站操作业务主要依赖地面货站进行。公司在上海两场拥有货站面积 125 万平方米，是浦东机场仅有的两家运营跨境电商集中监管库的企业之一。

公司招股书披露，货站操作业务在浦东与虹桥两场的竞争格局都是双寡头垄断。浦东机场方面，公司 21 年市场份额约 57%。主要竞争对手为上海浦东国际机场货运站有限公司（PACTL），由上海机场（集团）、德国汉莎货运航空和上海锦海捷亚物流管理有限公司投资组建，目前运营三个货站；虹桥机场方面，公司 21 年市场份额约 69%，主要竞争对手为上海机场浦虹国际物流有限公司，为上海机场（集团）全资子公司。目前，PACTL 与浦虹国际物流已被整合后注入上市公司上海国际机场股份。

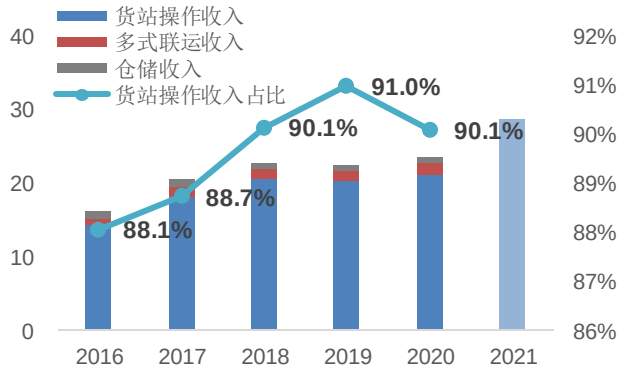
由于机场场地以及货站资质的稀缺性，公司货站业务具有极强的稳定性。公司货站货邮处理量近年来稳中有升，疫情后需求旺盛，公司货站产能利用率进一步提升，处理货物 292 万吨，较疫情前的 249 万吨提升 17%。

图30：货邮处理量稳中有升



资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

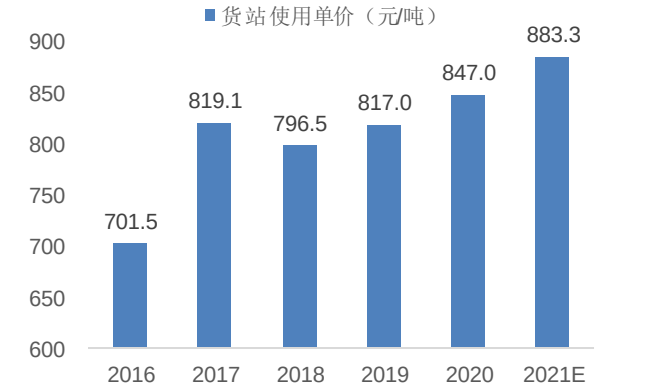
图31：货站操作收入地面服务收入占 90%以上



资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

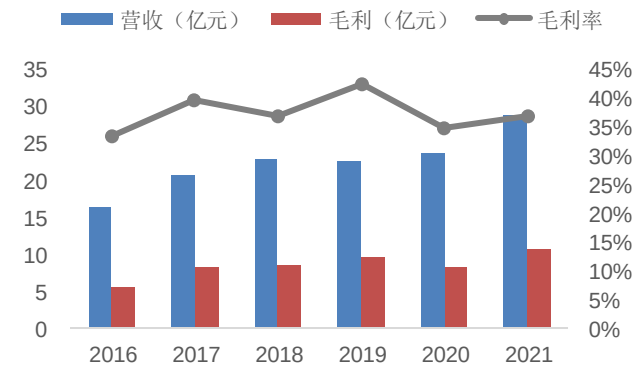
除了业务量提升，公司货站处理业务的单价近两年也明显提升。2021 年公司单吨货邮处理收入约 880 元（估计值，有一定误差），较 19 年的 817 元提升 8%左右。

图32：货邮处理单价持续提升（21 年单价为估计值）



资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

图33：毛利率稳定在 35%左右

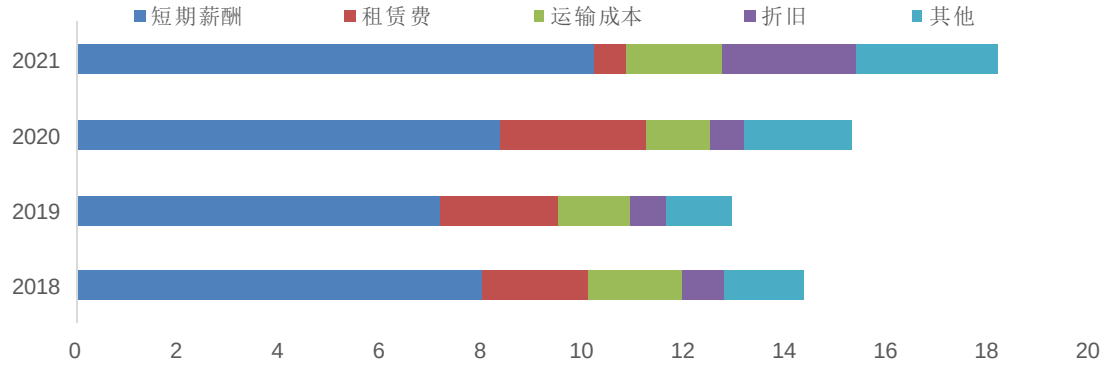


资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

但从结果来看，我们认为单价的提升主要是防疫成本驱动，因为正常来说，货站业务偏重资产，固定成本占比较高，因而业务量与价格双升时盈利弹性也较大，会反映到毛利率提升上。但实际情况是，疫情后地面综合服务业务的毛利有所提升，但毛利率并未增长，甚至小幅下降。

总的来说，防疫确实对于地面服务的成本形成了一定的压力，但由于双寡头垄断带来的业务高度稳定性，成本端的增长得以大部分转嫁到了收入端，因而并不影响该业务贡献稳定利润。

图34：成本方面，短期薪酬和其他成本疫情后提升较明显（亿元）



资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

从成本端我们也可以发现，相较于 2019 年，疫情后该业务的薪酬成本与其他成本有明显上升。机场货站是我国外防输入的最前线，防疫压力巨大，我们认为成本的增长在意料之中。相对应的，若后续防疫压力得到缓和，则地面综合服务业务的成本端有一定的下降空间。

4.3 综合物流解决方案高速增长，有助于提升客户粘性

公司的综合物流解决方案业务分为同业项目供应链、跨境电商解决方案、航空特货业务以及产地直达业务。

同业供应链业务：快递、快运、快邮类及发行人同业客户出于自身资源受限和降低成本等因素考虑，会向发行人采购航空物流服务。主要服务内容为通过配套服务缩短物流类客户和邮政类客户在航空货站传统物流节点上的货物滞留时间；提供国际专线限时快运产品，帮助国内同业物流客户实现国际物流服务标准化。

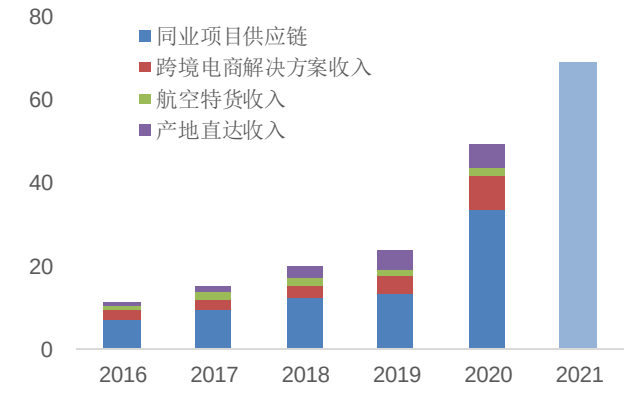
跨境电商解决方案业务：针对电商客户需求，提供包括跨境直邮进口、出口小包等跨境进出口双向全程物流。

航空特货解决方案业务：部分货物（包括航空器材、医疗器械、时装及贵重货物等）因本身的性质、价值或者重量等因素，在物流过程中需要进行特殊处理，以最大限度保证特种货物的完整、安全、时效。

产地直达解决方案业务：指针对水果、海鲜等生鲜产品服务商提供的包括原产地采购、航空干线运输和清关报关、加工、仓储和转运等附加业务在内的服务。该等货品对运输的时效性要求较高。

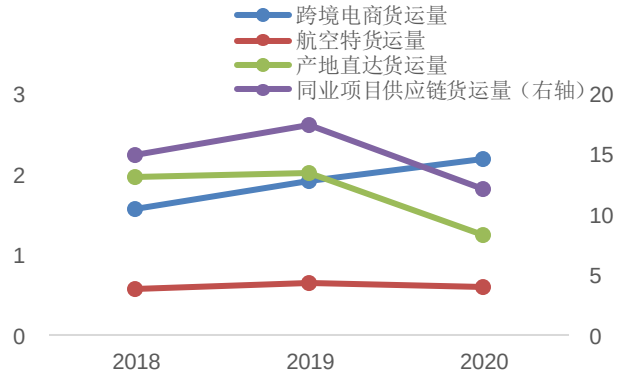
可以看到，综合物流解决方案业务相比传统航空速运业务的差异在于，综合物流解决方案在航空速运的基础上加入了更多定制化的服务，以满足对运输产品有特殊要求的客户，可以看做升级版的航空速运业务。通过综合物流解决方案，公司得以突出自身在基础设施和航线网络上的优势，实现运输服务的差异化。对于运输这样高度同质化竞争的行业，通过综合物流解决方案实现服务的精细化与差异化是未来行业发展的大趋势。

图35：综合物流解决方案分项收入



资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

图36：分项业务货运量变化情况（万吨）



资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

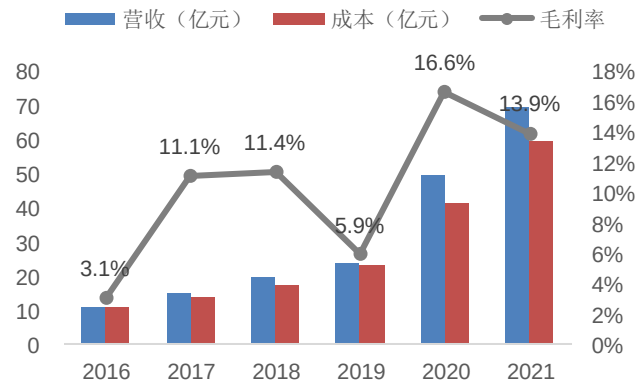
疫情发生后，综合物流解决方案收入获得了较大提升。从量和价两个维度分析，各业务分项在疫情后的处境有所不同。

同业项目供应链是收入占比最高的业务，收入占比超过 60%。2020 年同业供应链的业务量受到疫情影响出现下滑，但单位收入大幅提升，由 19 年的 0.76 元/吨提升至 20 年的 2.75 元/吨，使得总收入大幅增长。虽然 21 年年报公司未披露收入与货运量细项，但预计 21 年相比 20 年实现量价齐升，带动 21 年公司综合物流解决方案收入继续快速增长。

跨境电商解决方案业务量没有受到疫情的明显影响，18-20 年保持稳定增长。单位收入随航空运价上涨而整体性上涨；**产地直达业务**由于主要是生鲜等品类，在严格防疫的大背景下进口量持续下降，但相对的单价大幅抬升。因而疫情后相比疫情前业务收入反而有所增长；**航空特货业务**比较特殊，不论是业务量还是单价都没有受到疫情的明显影响，甚至单价还有些微下降。

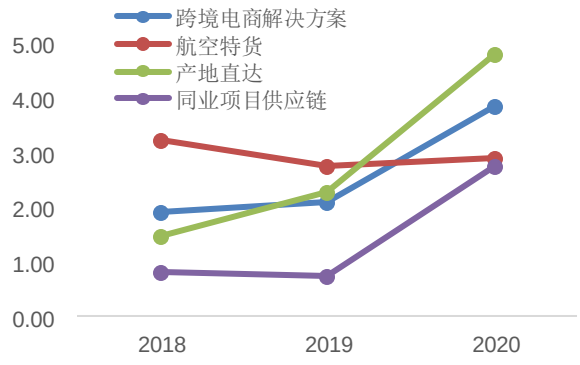
整体上看，与航空速运业务类似，公司综合物流解决方案业务也充分受益于国际航空货运运价的上涨。

图37：综合物流解决方案毛利率整体提升



资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

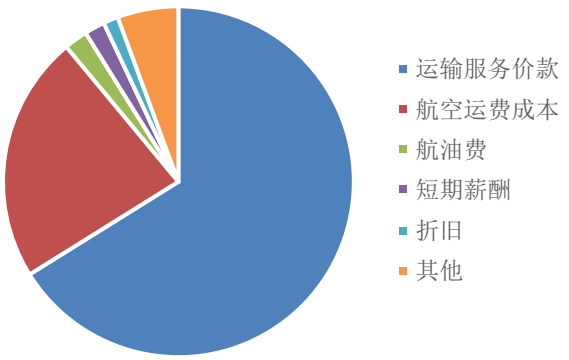
图38：除航空特货外，其他版块单位收入提升明显（万元/吨）



资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

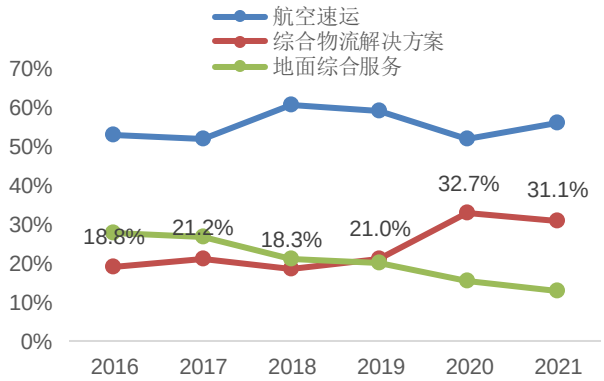
成本方面，21 年综合物流解决方案最主要的成本是客机腹仓运输服务价款，占总成本的三分之二。可以看出综合物流解决方案还是比较依赖客机腹仓运输。

图39：营业成本主要是运输服务价款



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

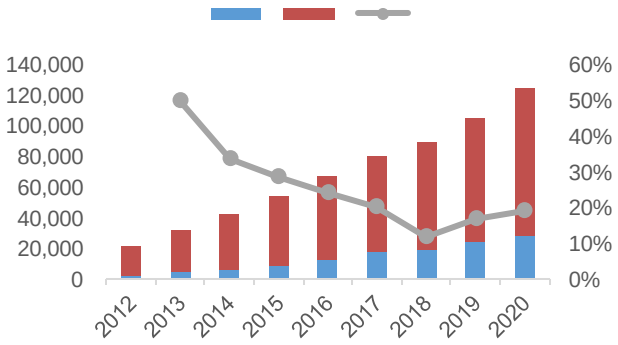
图40：综合物流解决方案业务占营收比重提升



资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

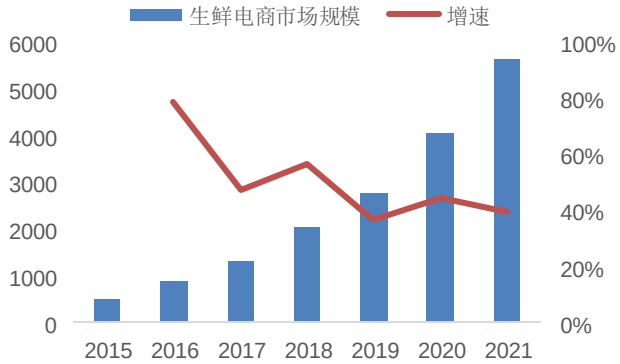
我们认为综合物流解决方案是公司重点的发展方向。综合物流解决方案业务的两大重点领域跨境电商业务与生鲜产地直达业务在近年来都有较好的发展。跨境电商方面，2020 年跨境电商进口规模接近 3 万亿，出口规模接近 10 万亿，且还在以每年 15%以上的速度增长；生鲜电商方面体量小但增长更快，2021 年我国生鲜电商市场规模超过 5600 亿，且还在以 30%以上的增速快速增长。随着客户对运输的定制化要求越来越高，预计综合物流解决方案的收入占比会持续提升。

图41：跨境电商规模持续提升



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图42：生鲜电商规模快速提升



资料来源：WIND，东兴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 未来 1-2 年，即期运价变化决定公司盈利走势

公司在疫情后实现了盈利的大幅跃升，可以认为国际航空货运业是在疫情中显著受益的行业之一。但考虑到疫情不会一直持续，运价迟早会回归正常，因而从 1-2 年维度看，对公司盈利的判断本质上是对国际航空货运运价的判断。

目前来看，随着航空客机腹仓运力的恢复以及全球经济不景气、俄乌战争导致的需求不足，航空货运运价下降不可避免。据波罗的海空运指数(BAI)数据显示，9 月份从香港和上海到北美的空运运价分别同比下降 19%和 42%。但即使如此，该价格与疫情前（19 年）的水平相比仍上涨了 175%和 92%。

图43：公司盈利预测主要假设

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
全货机运输周转量（亿吨公里）	27.3	28.1	27.3	25.8	31.6	30.0	36.0	41.8
YOY	5.3%	2.6%	-2.5%	-5.7%	22.6%	-5.0%	20.0%	16.0%
客机货邮运输周转量（亿吨公里）	26.6	25.9	29.7	22.0	33.9	30.5	32.1	33.7
YOY	16.8%	-2.8%	14.8%	-26.0%	54.3%	-10.0%	5.0%	5.0%
	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
全货机吨公里收入	1.41	1.47	1.33	2.05	2.45	2.69	1.88	1.60
YOY	22.9%	4.6%	-9.9%	54.1%	19.5%	10.0%	-30.0%	-15.0%
客机货运吨公里收入	1.36	1.42	1.23	2.37	2.56	2.82	1.97	1.68
YOY	8.6%	4.7%	-13.6%	92.7%	8.1%	10.0%	-30.0%	-15.0%
	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货站货邮处理量(万吨)	222.0	257.4	249.5	249.4	292.4	263.2	302.7	332.9
yoy	8.6%	15.9%	-3.1%	0.0%	17.2%	-10.0%	15.0%	10.0%
货站使用单价（元/吨）	819.1	796.5	817.0	847.0	883.3	909.8	928.0	928.0
yoy	16.8%	-2.8%	2.6%	3.7%	4.3%	3.0%	0.0%	-3.0%

资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

展望后续 1-2 年，我们预计运价在经历一波比较明显的下降后，会稳定在一个虽远不及 21 年，但高于疫情前的水平。目前我国相关的货运航线除了全货机以外，还需要客改货航班补充缺失的客机腹仓运力。假设后续 1-2 年里民航局对国际航线的管制逐步放开，一方面客机腹仓运力会有所恢复，但另一方面运价下跌会压制客改货航班的盈利空间，导致客改货航班运力供给快速下降，进而形成一个动态的运力平衡。也就是说，**在客机腹仓运力能够对客改货运力实现基本替代之前，我国出发航线的整体运价可能会维持在能让客改货航班实现现金流平衡的水平**，而这一运价水平依然会高于疫情前。

进行盈利预测时，我们假设随着国际航线管制逐步放开，2023 与 2024 两年里全货机吨公里收入同比下降 30%与 15%，2024 年降至略高于疫情前的水平。在此假设下，预计全货机业务 2024 年的毛利率降至 20%以下。

图44：公司主要业务营收与利润率预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
全货机业务收入（亿元）	38.50	41.34	36.32	52.79	77.31	80.79	67.86	66.91
yoy	29.5%	7.4%	-12.1%	45.3%	46.4%	4.5%	-16.0%	-1.4%
客机货运业务收入（亿元）		22.01	27.30	25.40	47.00	46.53	42.99	42.89
yoy			24.0%	-7.0%	85.0%	-1.0%	-7.6%	-0.3%
全货机业务毛利率	12.35%	11.03%	5.99%	43.07%	49.52%	47.23%	28.38%	19.96%
客机货运业务毛利率		2.30%	-4.63%	6.15%	6.90%	6.90%	4.79%	4.79%
	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
综合物流服务收入（亿元）	15.06	19.89	23.72	49.34	69.08	82.90	78.75	86.63
yoy	36.9%	32.1%	19.3%	108.0%	40.0%	20.0%	-5.0%	10.0%
综合物流服务业务毛利率	11.1%	11.4%	5.9%	16.6%	13.9%	11.0%	10.0%	11.0%
	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
地面综合服务收入（亿元）	20.50	22.74	22.41	23.46	28.70	26.60	30.60	32.65
yoy	25.9%	11.0%	-1.5%	4.7%	22.3%	-7.3%	15.0%	6.7%
地面综合服务毛利率	39.5%	36.8%	42.3%	34.6%	36.5%	33.0%	38.0%	38.5%

资料来源：公司年报，公司招股书，东兴证券研究所

在此假设下，我们预计公司 2022-2024 年盈利分别为 35.9 亿、24.0 亿和 21.7 亿，对应 EPS 分别为 2.26、1.51 和 1.37 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 7.3、10.9 和 12.1 倍，盈利下滑主要是因为我们假设未来两年航空货运运价均值会明显低于今年。但在该运价假设下，公司盈利依旧明显优于疫情前水平。

估值方面，公司是国内唯一上市的主营国际航空货运的企业，并无直接可比公司。

分版块看，航空货运业务与综合物流服务业务由于缺乏 A 股同类上市公司，且疫情后业绩波动较大，因而估值比较最为困难。全球拥有最大全货机机队的国际快递企业 FedEX 的 PE(TTM)估值在 11 倍左右，可以作为参考。由于我国航空货运未来一段时间有较好的成长前景，以未来稳态运价下的盈利的 15 倍左右估值并向现在时点折现可能是较为合理且保守的估值方式。在该估值模式下，航空速运与综合物流服务板块合计的估值区间约在 230-300 亿。

地面综合服务业务可比标的为上海机场股份近期收购的物流公司。收购过程中，物流公司作价 31.2 亿元，标的物流公司拥有的 51%的 PACTL 股份（运营浦东机场货站业务）和 100%的浦虹国际物流股份（运营虹桥机场业务）。2021 年公司地服业务在上海两场份额接近 60%，体量大约是可比标的（物流公司）的 1.5 倍，且公司拥有货站全部股权。因而从估值上看，公司地面综合服务业务的估值会明显高于上海机场收购的物流公司。以该方式对公司地面服务业务估值，估值预计在 80 亿-110 亿。另一方面，地面服务业务作为盈利稳定的永续性资产，可以给予类似港口板块的估值。目前港口板块整体估值约 12 倍，同样可以作为参考。

综合来看，我们认为公司保守估值在 300 亿以上，合理估值在 350 亿以上，目前处于低估状态。我们首次覆盖公司，给予公司“推荐”评级。

5.2 公司长期盈利趋势受益于产业发展和政策支持

长期来看，随着国际空运运价恢复常态化，公司的盈利趋势主要与公司本身的发展以及行业的变化趋势有关。

公司方面，通过近几年的经营积累了充裕的现金流，可以有序的扩充机队，提升公司竞争能力；行业方面，得益于国家政策层面的大力支持，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支持，全货机的运营效率有望得到明显提升，并带来运输时效性的提升和单位成本的下降。

我们看好公司未来的发展。预计在度过未来 1-2 年的运价下滑阶段后，公司的盈利会步入一段平稳上升期。

6. 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。

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	
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	4571	12005	15189	17404	19608	**营业收入**	15111	22227	23682	22020	22907
货币资金	2480	9523	12595	15011	17165	**营业成本**	11040	16050	17755	17938	19157
应收账款	1723	2220	2365	2199	2288	营业税金及附加	18	48	51	47	49
其他应收款	167	132	140	131	136	营业费用	242	260	277	257	268
预付款项	110	77	40	2	-37	管理费用	338	387	412	383	398
存货	30	39	43	44	47	财务费用	-78	48	-59	-88	-111
其他流动资产	61	15	5	16	10	研发费用	7	14	15	17	18
非流动资产合计	4525	6031	5912	5697	5375	资产减值损失	-11	-1	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	3518	3280	3146	3305	3049	投资净收益	0	11	11	11	11
无形资产	350	331	311	293	275	加：其他收益	102	223	245	147	132
其他非流动资产	138	99	99	99	99	**营业利润**	3635	5650	5486	3623	3271
资产总计	9096	18037	21101	23101	24983	营业外收入	21	3	3	3	3
流动负债合计	2542	4466	4506	4519	4609	营业外支出	17	1	1	1	1
短期借款	0	60	0	0	0	**利润总额**	3639	5652	5488	3625	3272
应付账款	1243	1216	1327	1340	1432	所得税	915	1439	1372	906	818
预收款项	7	7	6	6	5	**净利润**	2724	4213	4116	2719	2454
一年内到期的非流动负债	23	1140	1140	1140	1140	少数股东损益	355	586	527	316	285
非流动负债合计	860	1724	1724	1724	1724	归属母公司净利润	2369	3627	3589	2402	2169
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	3401	6190	6230	6243	6333	**成长能力**					
少数股东权益	467	867	1394	1710	1995	营业收入增长	33.8%	47.1%	6.5%	-7.0%	4.0%
实收资本（或股本）	1429	1588	1588	1588	1588	营业利润增长	256.5%	55.4%	-2.9%	-34.0%	-9.7%
资本公积	1416	3663	3663	3663	3663	归属于母公司净利润增长	200.7%	53.1%	-1.1%	-33.1%	-9.7%
未分配利润	2360	5548	7890	9459	10875	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	5228	10980	13478	15148	16655	毛利率(%)	26.94%	27.79%	25.03%	18.54%	16.37%
负债和所有者权益	9096	18037	21101	23101	24983	净利率(%)	18.02%	18.95%	17.38%	12.35%	10.71%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	26.04%	20.11%	17.01%	10.40%	8.68%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	45.31%	33.03%	26.63%	15.86%	13.03%
经营活动现金流	3225	5878	4521	3317	2860	**偿债能力**					
净利润	2724	4213	4116	2719	2454	资产负债率(%)	37%	34%	30%	27%	25%
折旧摊销	280	459	486	482	489	流动比率	1.80	2.69	3.37	3.85	4.25
财务费用	-78	48	-59	-88	-111	速动比率	1.79	2.68	3.36	3.84	4.24
应收帐款减少	-278	-497	-145	166	-89	**营运能力**					
预收帐款增加	-26	-1	-1	-1	-1	总资产周转率	1.95	1.64	1.21	1.00	0.95
投资活动现金流	-2691	-362	-363	-263	-163	应收账款周转率	9.5	11.3	10.3	9.6	10.2
公允价值变动收益	-1	-1	0	0	0	应付账款周转率	13.16	18.08	18.63	16.51	16.53
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	0	11	11	11	11	每股收益(最新摊薄)	1.66	2.40	2.26	1.51	1.37
筹资活动现金流	-565	1583	-1086	-638	-544	每股净现金流(最新摊薄)	-0.02	4.47	1.94	1.52	1.36
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.66	6.92	8.49	9.54	10.49
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	159	0	0	0	P/E	9.95	6.88	7.30	10.91	12.08
资本公积增加	-8	2247	0	0	0	P/B	4.51	2.39	1.94	1.73	1.57
现金净增加额	-31	7100	3072	2416	2153	EV/EBITDA	5.56	2.92	2.53	3.12	2.83

资料来源：公司财报、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，6 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不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