

# 东航物流（601156）：即期运价大幅下降导致利润下滑，地服板块恢复良好

2023 年 9 月 5 日

推荐/维持

东航物流

公司报告

**事件：**上半年公司实现营收 93.8 亿元，同比下降 19.2%，毛利率 24.5%，下降 6.7pct，实现归母净利润 12.7 亿元，同比下降 40.1%。收入与盈利下降主要系即期运价下滑较为明显。

**即期空运运价下降是利润下滑主因：**上半年公司航空速运板块收入 45.3 亿元，同比下降 35.3%，毛利率下降 11.2pct 至 28.5%。收入大幅下滑主要系即期运价下滑与客改货业务大幅缩减。尽管公司可以通过签署一定比例的长约锁定价格，但即期市场运价下滑幅度超 45%（TAC 航空货运价格数据）还是导致公司利润出现明显下行。业务量方面，公司在需求转弱的市场背景下深挖货源潜力，货邮运输总周转量同比增长 13.82%，体现出公司具备较强的市场竞争力。

**地服板块恢复良好，二季度毛利率恢复至 40%以上：**报告期公司地服业务货邮处理量同比增长 16.5%，带动收入增长 6.5%至 11.7 亿元。毛利率方面，由于防疫费用开支减少以及人员效能的优化，地服板块利润率恢复至 36.5%，同比提升 17.0pct，其中二季度毛利率 41.6%，恢复至历史高位水平。可以看出，在脱离疫情影响后，公司地服板块恢复良好，盈利能力有明显提升。

**全货机载运率小幅下降，稳步调整机队结构：**报告期末公司在册全货机数量 17 架（其中 15 架 B777 和 2 架 B747），报告期内平均可用全货机架数 15.1 架，去年同期为 12 架。运力增长较快而市场需求偏弱，导致全货机载运率下降 1.6pct 至 82.8%。公司正进行机队结构优化，两架 B777 经营租赁合同到期已经启动退租。后续公司会保持合理的机队规模，并形成统一的 B777 机队，以进一步降低运营成本。

**公司盈利预测及投资评级：**由于即期运价降幅超过我们此前预期，我们下调公司 2023-2025 年净利润分别至 24.2、28.0 和 31.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.52、1.76 和 2.00 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 8.1、7.0 和 6.1 倍。从股价上看，公司受即期运价下跌的影响反映已经较为充分。

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。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：

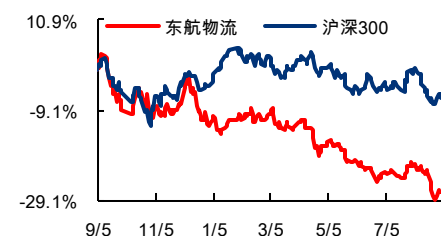
东方航空物流股份有限公司主营业务可分为航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案。东航物流一直专注于航空物流综合服务业务，集航空速运、货站操作、多式联运、仓储、跨境电商解决方案、同业项目供应链、航空特货解决方案和产地直达解决方案等业务功能于一体，在运营实践中培育和形成了综合物流服务所必备的方案设计、优化迭代、快速响应、组织实施与管理等全程物流服务和物流资源整合能力，并且通过构建满足客户标准化或非标化物流需求的产品服务体系，初步形成了根据客户不同物流需求提供“一站式”物流解决方案的能力。

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）	18.0-12.05
总市值（亿元）	196.22
流通市值（亿元）	99.09
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	1.81

## 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	21,432.6	23,494.4	25,608.3
增长率（%）	47.09%	5.59%	-8.68%	9.62%	9.00%
归母净利润（百万元）	3,626.9	3,636.8	2,416.7	2,800.3	3,177.4
增长率（%）	53.12%	0.27%	-33.55%	15.87%	13.47%
净资产收益率（%）	33.03%	26.89%	15.88%	16.30%	16.38%
每股收益(元)	2.40	2.29	1.52	1.76	2.00
PE	5.15	5.40	8.12	7.01	6.18
PB	1.79	1.45	1.29	1.14	1.01

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
<b>流动资产合计</b>	12005	11924	12645	14503	17528	<b>营业收入</b>	22227	23470	21433	23494	25608
货币资金	9523	9533	10470	12123	14938	<b>营业成本</b>	16050	16964	16989	18446	19970
应收账款	2220	1982	1762	1931	2105	营业税金及附加	48	80	69	70	77
其他应收款	132	155	142	155	169	营业费用	260	244	214	228	241
预付款项	77	189	206	224	244	管理费用	387	411	364	388	410
存货	39	37	37	40	44	财务费用	48	252	63	24	-21
其他流动资产	15	29	29	29	29	研发费用	14	23	21	23	26
<b>非流动资产合计</b>	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	169	185	202
其他非流动资产	99	459	459	459	459	<b>营业利润</b>	5650	5721	3920	4542	5154
<b>资产总计</b>	18037	26068	27525	29974	32940	营业外收入	3	1	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	4466	5783	4482	4066	3806	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	60	558	0	0	0	<b>利润总额</b>	5652	5722	3920	4542	5154
应付账款	1216	1078	1071	1162	1258	所得税	1439	1431	980	1136	1289
预收款项	7	6	6	6	6	<b>净利润</b>	4213	4291	2940	3407	3866
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	606	688
<b>非流动负债合计</b>	1724	5600	6142	6441	6754	归属母公司净利润	3627	3637	2417	2800	3177
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>负债合计</b>	6190	11383	10625	10507	10560	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	867	1162	1685	2292	2980	营业收入增长	47.09%	5.59%	-8.68%	9.62%	9.00%
实收资本（或股本）	1588	1588	1588	1588	1588	营业利润增长	55.43%	1.25%	-31.48%	15.87%	13.47%
资本公积	3663	3663	3663	3663	3663	归属于母公司净利润增长	53.12%	0.27%	-33.55%	15.87%	13.47%
未分配利润	5548	7866	9437	11257	13322	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	10980	13523	15215	17175	19399	毛利率(%)	27.79%	27.72%	20.74%	21.49%	22.02%
<b>负债和所有者权益</b>	18037	26068	27525	29974	32940	净利率(%)	18.95%	18.28%	13.72%	14.50%	15.09%
<b>现金流量表</b>			单位：百万元			总资产净利润(%)	20.11%	13.95%	8.78%	9.34%	9.65%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	33.03%	26.89%	15.88%	16.30%	16.38%
<b>经营活动现金流</b>	5878	5422	4438	4697	5255	<b>偿债能力</b>					
净利润	4213	4291	2940	3407	3866	资产负债率(%)	34%	44%	39%	35%	32%
折旧摊销	1256	1202	1274	1421	1571	流动比率	2.69	2.06	2.82	3.57	4.61
财务费用	48	252	63	24	-21	速动比率	2.68	2.06	2.81	3.56	4.59
应收帐款减少	-497	238	220	-169	-174	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	-1	0	0	0	0	总资产周转率	1.64	1.06	0.80	0.82	0.81
<b>投资活动现金流</b>	5878	-1251	-1973	-1970	-1466	应收账款周转率	11.27	11.17	11.45	12.73	12.69
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0	应付账款周转率	18.08	20.46	19.95	21.04	21.16
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标（元）</b>					
投资收益	11	35	38	42	46	每股收益(最新摊薄)	2.40	2.29	1.52	1.76	2.00
<b>筹资活动现金流</b>	1583	-4144	-1529	-1074	-975	每股净现金流(最新摊薄)	4.47	0.02	0.59	1.04	1.77
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.92	8.52	9.58	10.82	12.22
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	159	0	0	0	0	P/E	5.15	5.40	8.12	7.01	6.18
资本公积增加	2247	0	0	0	0	P/B	1.79	1.45	1.29	1.14	1.01
<b>现金净增加额</b>	13340	27	937	1653	2814	EV/EBITDA	1.63	1.84	2.09	1.46	0.83

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
公司普通报告	【东兴交运】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	2023-05-04
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
行业深度报告	【东兴交运】交通运输行业 2023 年中期策略：左侧配置出行链与快递；高股息板块攻守兼备	2023-07-06

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