

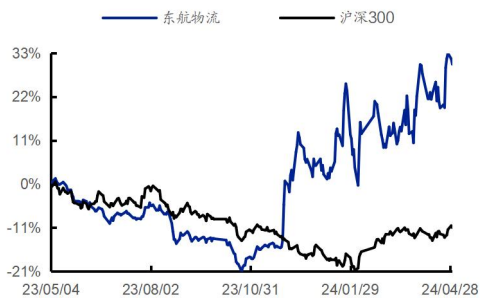
研究所：

证券分析师：

祝玉波 S0350523120005  
zhouyb01@ghzq.com.cn

## Q1 营收同比增长 14%，运价上涨提升业绩弹性 ——东航物流（601156）2024 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/30

表现	1M	3M	12M
东航物流	6.5%	16.6%	29.6%
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%

市场数据

2024/04/30

当前价格（元）	18.30
52 周价格区间（元）	11.03-18.88
总市值（百万）	29,052.27
流通市值（百万）	14,671.39
总股本（万股）	158,755.56
流通股本（万股）	80,171.56
日均成交额（百万）	411.07
近一月换手（%）	1.95

相关报告

《把握跨境红利系列（二）：中国电商强势出海，跨境物流迎来投资机遇（推荐）\*物流\*祝玉波，李跃森》——2024-03-14

### 事件：

2024 年 4 月 29 日，东航物流发布 2024 年一季报：

2024 年 Q1，公司实现营业收入 52.24 亿元，同比增加 14.17%，完成归母净利润 5.89 亿元，同比下降 22.64%，完成扣非归母净利润 5.27 亿元，同比下降 19.83%。

分业务，2024 年 Q1，航空速运实现收入 20.04 亿元，同比下降 17.05%；地面综合服务实现收入 5.90 亿元，同比增加 6.83%；综合物流解决方案实现收入 26.27 亿元，同比增加 63.95%。

### 投资要点：

- 低运价协议拖累 Q1 业绩及航空速运收入增长，综合物流解决方案收入同比实现高增拉动总收入增速

2023 年 Q1，由于公司尚在执行上一较高 BSA 运价协议的周期，因此公司毛利率及净利率水平较高。但 2024 年 Q1 对应的运价协议有所回落，同时现货市场运价低于去年同期，使得公司航空速运毛利率同比下降 14.55pct 至 15.57%，综合物流解决方案毛利率同比下降 6.35pct 至 10.66%。最终公司航空速运收入同比下降 17.05%，归母净利润同比下降 22.64%，扣非归母净利润同比下降 19.83%。

虽然 2024 年 Q1 执行的运价协议低于去年同期且可用的全货机架数同比减少 1 架，但公司把握跨境电商需求快速增长的机遇，并继续深化生鲜冷链领域的布局，使得综合物流解决方案实现收入 26.27 亿元，同比增加 63.95%。综合物流解决方案的快速发展带动公司 2024 年 Q1 实现营业收入 52.24 亿元，同比增加 14.17%。

- 新运价协议周期已经开启，运价中枢有望继续上行，拉动业绩增长

由于 2023 年 Q4 航空货运市场行情较为景气，使得航空公司纷纷上调 2024 年的合约价格。我们预计 2024 年 Q2 起，东航物流将开始执行新一轮较高的运价协议。同时，根据 TAC 数据，2024 年 4 月上海浦东出境航空货运指数（BAI80）平均为 4506.2 点，同比增加 4.03%，环比增加 11.56%。在跨境电商需求快速增长的背景下，现

货运价亦有望继续上行，拉动公司航空速运收入及公司业绩增长。

### ■ 把握跨境电商物流增长机遇，量价齐升有望增大业绩弹性

近年来，跨境电商成为中国航空物流发展的新增长极。公司积极把握跨境电商物流增长机遇，与头部跨境电商平台、跨境电商物流企业等建立了业务合作关系，跨境电商货物需求有望继续维持高增长。在运价中枢上行的背景下，公司有望实现量价齐升，业绩或迎来较大增长。

■ **盈利预测和投资评级** 根据公司 2023 年年报及 2024 年一季报，我们引入 2026 年盈利预测，预计东航物流 2024-2026 年营业收入分别为 254.41 亿元、280.74 亿元与 306.04 亿元，归母净利润分别为 30.14 亿元、34.91 亿元与 38.37 亿元，2024-2026 年对应 PE 分别为 9.64 倍、8.32 倍与 7.57 倍。在跨境电商红利下，航空货运需求有明显边际变化，运价上涨提高公司业绩弹性，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 宏观经济波动风险；跨境电商出海不及预期；国际贸易摩擦风险；欧美航线客机航班恢复超预期；航油价格波动风险；汇率波动风险；境外业务经营合规风险；航空安全风险；“新玩家”争相跨界入局航空货运市场；信息化、智能化建设与创新能力不足的风险；其他不可抗力及不可预见风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20621	25441	28074	30604
增长率(%)	-12	23	10	9
归母净利润（百万元）	2488	3014	3491	3837
增长率(%)	-32	21	16	10
摊薄每股收益（元）	1.57	1.90	2.20	2.42
ROE(%)	16	17	17	16
P/E	9.41	9.64	8.32	7.57
P/B	1.52	1.63	1.41	1.23
P/S	1.14	1.14	1.03	0.95
EV/EBITDA	4.00	4.22	3.43	2.75

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：东航物流盈利预测表

证券代码:	601156				股价:	18.30				投资评级:	买入				日期:	2024/04/30			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	16%	17%	17%	16%	EPS	1.57	1.90	2.20	2.42										
毛利率	22%	21%	22%	21%	BVPS	9.73	11.22	12.94	14.82										
期间费率	4%	3%	3%	3%	<b>估值</b>														
销售净利率	12%	12%	12%	13%	P/E	9.41	9.64	8.32	7.57										
<b>成长能力</b>					P/B	1.52	1.63	1.41	1.23										
收入增长率	-12%	23%	10%	9%	P/S	1.14	1.14	1.03	0.95										
利润增长率	-32%	21%	16%	10%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.75	0.83	0.81	0.78	<b>营业收入</b>	<b>20621</b>	<b>25441</b>	<b>28074</b>	<b>30604</b>										
应收账款周转率	11.10	13.71	13.49	13.41	营业成本	16180	20178	22032	24036										
存货周转率	456.36	552.40	536.87	536.66	营业税金及附加	44	51	56	61										
<b>偿债能力</b>					销售费用	202	254	281	306										
资产负债率	41%	39%	38%	36%	管理费用	333	420	463	505										
流动比	2.08	2.66	3.19	3.69	财务费用	329	188	188	166										
速动比	2.01	2.58	3.10	3.60	其他费用/(-收入)	30	38	42	46										
					<b>营业利润</b>	<b>3749</b>	<b>4607</b>	<b>5338</b>	<b>5838</b>										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	6	3	3	4										
现金及现金等价物	9243	12269	16027	20069	<b>利润总额</b>	<b>3754</b>	<b>4610</b>	<b>5341</b>	<b>5842</b>										
应收款项	1733	1979	2184	2380	所得税费用	902	1106	1282	1402										
存货净额	34	39	43	47	<b>净利润</b>	<b>2853</b>	<b>3503</b>	<b>4059</b>	<b>4440</b>										
其他流动资产	573	663	754	827	少数股东损益	364	490	568	603										
<b>流动资产合计</b>	<b>11583</b>	<b>14949</b>	<b>19007</b>	<b>23323</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2488</b>	<b>3014</b>	<b>3491</b>	<b>3837</b>										
固定资产	3312	3369	3398	3401															
在建工程	354	388	376	368	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	13468	13893	14223	14443	<b>经营活动现金流</b>	<b>5238</b>	<b>5104</b>	<b>5575</b>	<b>5955</b>										
长期股权投资	32	52	72	92	净利润	2488	3014	3491	3837										
<b>资产总计</b>	<b>28748</b>	<b>32650</b>	<b>37076</b>	<b>41627</b>	少数股东损益	364	490	568	603										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	1564	1334	1157	1080										
应付款项	1818	1962	2142	2337	公允价值变动	1	0	0	0										
合同负债	71	76	84	92	营运资金变动	475	14	35	82										
其他流动负债	3681	3589	3736	3888	<b>投资活动现金流</b>	<b>-581</b>	<b>-1795</b>	<b>-1477</b>	<b>-1262</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>5571</b>	<b>5627</b>	<b>5962</b>	<b>6317</b>	资本支出	-550	-1815	-1464	-1263										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-34	-70	-50	-40										
其他长期负债	6197	7195	7995	8595	其他	3	89	37	41										
<b>长期负债合计</b>	<b>6197</b>	<b>7195</b>	<b>7995</b>	<b>8595</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4898</b>	<b>-291</b>	<b>-340</b>	<b>-651</b>										
<b>负债合计</b>	<b>11769</b>	<b>12822</b>	<b>13957</b>	<b>14912</b>	债务融资	-568	699	800	600										
股本	1588	1588	1588	1588	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	16980	19828	23119	26715	其它	-4330	-990	-1140	-1251										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>28748</b>	<b>32650</b>	<b>37076</b>	<b>41627</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-273</b>	<b>3026</b>	<b>3758</b>	<b>4042</b>										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

### 【交运小组介绍】

祝玉波：交通运输行业首席分析师，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境电商物流、化工物流、汽车物流等细分产业链板块。

张付哲：交通运输行业研究助理，航运行业专家，3年航运咨询行业从业经验，先后就职于 Drewry 和 VesselsValue，以产业助力金融，主攻航运、船舶、港口等板块。

张晋铭：交通运输行业研究助理，新南威尔士大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，主攻交运基础设施、化工物流、大宗物流等板块。

### 【分析师承诺】

祝玉波，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

### 【国海证券投资评级标准】

#### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

#### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。