

东航物流(601156)

电商出海东风助力，航空物流龙头起飞

行业：交通运输/物流
投资评级：买入(首次)
当前价格：15.70元

投资要点：

跨境空运行业景气上行，公司掌握关键干线运输和地面服务设施资源，竞争优势明显，航空速运利润弹性有望释放，地面综合服务收益贡献稳健。

国内领先的航空物流服务提供商

公司为我国首家完成混改上市的专业航空货运企业，中国东方航空集团为公司控股股东、实际控制人。公司主要业务有航空速运、地面综合服务与综合物流解决方案，致力于提供为客户提供“一站式”航空综合物流服务。公司收入总体保持增长态势，资本结构改善，现金流大幅增加。2018-2023年，公司营业收入年复合增长率13.6%；资产负债率由47.2%下降到40.9%；经营活动现金净流量由8.7亿元增加到52.4亿元，年复合增长率43.1%。

供需格局趋于紧张，行业景气有望上行

跨境空运运力供不应求，行业景气上行。供给方面，主要由全货机和客机腹舱提供。全球飞机生产以客机为主，全货机产能有限，目前波音大型宽体全货机在手订单仅53架；客机腹舱运力恢复缓慢，2024年夏航季中国至美国航班仅恢复到2019年的24%。需求方面，中国电商平台出海催生大量航空物流需求。2023年中国跨境电商出口1.8万亿，同比+19.6%；同时，航空普货市场持续复苏，2024年1-5月中国手机出口3.0亿台，同比+4.3%。

航空物流弹性充足，地面服务收益稳健

航空速运业务有望享受空运运价提高带来的利润弹性。公司全货机执飞班次、日利用率等经营效率指标行业内领先。2024Q2，浦东机场出港空运价格指数平均为4,678，同比+23.0%，环比+18.9%。地面综合服务是公司利润基石。公司卡位上海机场出口核心节点资源，市占率维持50%以上。随着规划货站产能投产，将进一步增厚公司收益。综合物流解决方案打造第二增长曲线。2024Q1，相关业务收入26.3亿元，同比+64.0%，占收入比重50%。

盈利预测与评级

我们预计，公司2024-2026年营业收入分别为252.4、307.3、350.7亿元，同比分别+22.4%、21.8%、14.1%，3年CAGR为19.4%；归母净利润分别为32.5、36.9、41.2亿元，同比分别+30.6%、+13.6%、+11.5%，3年CAGR为18.3%；EPS分别为2.05、2.33、2.60元/股。鉴于跨境空运行业景气上行，公司掌握关键干线运输和地面服务设施资源，竞争优势明显，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：全球经济复苏不及预期；海外国家对于中国跨境电商平台出台限制政策；全货机运力新增供给超预期增加。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,587.56/801.72
流通A股市值(百万元)	12,586.93
每股净资产(元)	10.10
资产负债率(%)	37.47
一年内最高/最低(元)	22.35/11.03

股价相对走势



作者

分析师：李蔚
执业证书编号：S0590522120002
邮箱：liwyj@glsc.com.cn

联系人：李天琛
邮箱：litch@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23470	20621	25239	30733	35066
增长率(%)	5.59%	-12.14%	22.39%	21.77%	14.10%
EBITDA(百万元)	7176	5647	6486	7200	7629
归母净利润(百万元)	3637	2488	3251	3694	4120
增长率(%)	0.27%	-31.58%	30.64%	13.64%	11.53%
EPS(元/股)	2.29	1.57	2.05	2.33	2.60
市盈率(P/E)	7.1	10.4	7.9	7.0	6.3
市净率(P/B)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	3.4	4.2	3.8	3.0	2.5

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年07月22日收盘价

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

受益于跨境电商平台出海需求带动，跨境空运运力供不应求，行业运价上行。公司掌握关键干线运输资源和地面服务设施资源，竞争优势明显。公司航空速运业务利润弹性有望释放，地面综合服务贡献稳健收益，综合物流解决方案打造第二增长曲线。

创新之处

我们按照中国跨境空运出口的不同流向，对 2024-2026 年中国跨境空运出口行业的供需情况进行测算。我们预计，2024-2026 年中国至欧洲、美国的空运出口航线均将呈现供不应求态势，跨境空运行业景气整体保持上行，或将带动运价持续走高。

核心假设

航空速运业务：我们预计 2024-2026 年相关业务收入分别为 104.0、117.3、126.6 亿元，同比分别+14.1%、+12.7%、+7.9%；毛利分别为 28.4、32.6、35.8 亿元，同比分别+26.8%、+14.7%、+9.8%；毛利率分别为 27.3%、27.8%、28.3%。

地面综合服务业务：我们假设相关业务毛利率稳定在 38%，预计 2024-2026 年，相关业务收入分别为 27.6、30.4、32.8 亿元，同比分别+16.7%、+10.0%、+8.0%；毛利分别为 10.5、11.5、12.5 亿元，同比分别+9.6%、+10.0%、+8.0%。

综合物流解决方案：我们预计 2024-2026 年相关业务收入分别为 120.6、159.5、191.2 亿元，同比分别+32.2%、+32.3%、+19.8%；毛利分别为 19.2、22.1、25.5 亿元，同比分别+55.5%、+15.3%、+15.3%；毛利率分别为 15.9%、13.9%、13.3%。

盈利预测与评级

我们预计，公司 2024-2026 年营业收入分别为 252.4、307.3、350.7 亿元，同比分别+22.4%、21.8%、14.1%，3 年 CAGR 为 19.4%；归母净利润分别为 32.5、36.9、41.2 亿元，同比分别+30.6%、+13.6%、+11.5%，3 年 CAGR 为 18.3%；EPS 分别为 2.05、2.33、2.60 元/股。鉴于跨境空运行业景气上行，公司掌握关键干线运输和地面服务设施资源，竞争优势明显，首次覆盖，给予“买入”评级。

正文目录

1. 国内领先的航空物流服务提供商.....	5
1.1 航空货运企业混改上市第一股	5
1.2 收入规模与盈利总体保持增长	6
2. 供需格局趋于紧张，行业景气有望上行.....	9
2.1 供给：货机产能有限，腹舱恢复略缓	10
2.2 需求：电商增量可期，普货逐步恢复	14
3. 航空物流弹性充足，地面服务收益稳健.....	16
3.1 航空速运：运价上行周期，利润弹性可期.....	16
3.2 地面服务：卡位核心资源，贡献稳定收益.....	20
3.3 综合物流：跨境电商催化，打造第二曲线.....	22
4. 盈利预测与投资建议.....	25
4.1 盈利预测	25
4.2 投资建议	27
5. 风险提示	27

图表目录

图表 1： 公司发展历程.....	5
图表 2： 公司股权结构（截至 2024 年一季度末）	5
图表 3： 公司主营业务图示	6
图表 4： 2018-2024Q1 公司营业收入（亿元）	7
图表 5： 2018-2024Q1 公司各业务收入（亿元）	7
图表 6： 2018-2024Q1 公司各业务收入增速比较.....	7
图表 7： 2018-2024Q1 公司主营业务收入结构.....	7
图表 8： 2018-2024Q1 公司毛利（亿元）	8
图表 9： 2018-2024Q1 公司归母净利润（亿元）	8
图表 10： 2018-2024Q1 公司毛利率&归母净利润率.....	8
图表 11： 2018-2024Q1 公司各业务毛利（亿元）	8
图表 12： 2018-2024Q1 公司毛利结构.....	8
图表 13： 2018-2024Q1 公司各业务毛利率.....	8
图表 14： 2018-2023 年公司资产负债率.....	9
图表 15： 2018-2023 年公司经营活动现金净流量（亿元）	9
图表 16： 2018-2024 年 4 月浦东机场出港空运价格指数（BAI80）复盘	10
图表 17： 2019-2023 年前 3 季度全球航空货运运力结构.....	10
图表 18： 2019-2023 年前 3 季度全球航空货物承运结构.....	10
图表 19： 2008-2018 年全货机来源数量（架）	11
图表 20： 全球全货机机型结构.....	11
图表 21： 2017-2023 年波音全货机交付量及占比.....	11
图表 22： 波音全货机在手订单数量（架）	11
图表 23： 2018-2023 年中国全货机数量（架）	12
图表 24： 2023 年中国全货机机型结构.....	12
图表 25： 2019-2024Q1 中国出口货运航班周执行量（班）	12
图表 26： 2019-2024Q1 中国-北美/西欧航线出口货运航班周执行量（班）	12
图表 27： 2024-2026 年中国-北美/欧洲全货机运力供给预测.....	12
图表 28： 2023-2024 年中国国际客运执行航班量及恢复率.....	13
图表 29： 2024 年夏秋中国与部分国家/地区周航班量.....	13
图表 30： 2024 年夏秋中国国际航线恢复率.....	13

图表 31:	2024-2026 年中国-北美/欧洲客机腹舱运力供给预测	14
图表 32:	2019-2023 年跨境电商进出口总额 (亿元)	14
图表 33:	2019-2023 年跨境电商出口占出口总额比重	14
图表 34:	2024 年跨境“四小龙”货量测算	15
图表 35:	2018-2024 年 1-5 月中国鲜、干水果及坚果进口数量 (万吨)	15
图表 36:	2020-2024 年 1-5 月中国手机口数量 (亿台)	15
图表 37:	2024-2026 年中国跨境空运货量 (万吨) 测算	16
图表 38:	2018-2023 年公司全货机可用数量和装载率	17
图表 39:	2018-2023 年东航客机机队规模和装载率	17
图表 40:	2018-2023 年公司货邮周转量 (亿吨公里)	17
图表 41:	2018-2023 年公司货邮运输量 (万吨)	17
图表 42:	2018-2024Q1 公司航空速运业务收入 (亿元)	18
图表 43:	2018-2024Q1 公司航空速运业务毛利 (亿元)	18
图表 44:	2018-2020 年航空速运业务收入结构 (亿元)	18
图表 45:	2018-2020 年航空速运业务毛利结构 (亿元)	18
图表 46:	2018-2020 年全货机收入变动拆分	19
图表 47:	2018-2020 年全货机单位收入&运价指数比较	19
图表 48:	2018-2023 年公司全货机运输成本结构	19
图表 49:	2018-2023 年公司全货机航油单位成本&燃油价格比较	19
图表 50:	2018-2024Q2 浦东机场出港空运价格指数	19
图表 51:	2018-2024Q2 中石化航空煤油出厂价 (元/吨)	19
图表 52:	2020-2023H1 三大航全货机运输量 (万吨)	20
图表 53:	2023 年 7 月-2024 年 5 月三大航全货机执行航班量 (架次)	20
图表 54:	2020-2023H1 三大航全货机利用率 (小时/日)	20
图表 55:	2023 年 7 月-2024 年 5 月三大航全货机利用率 (小时/日)	20
图表 56:	公司货站一览	21
图表 57:	2018-2023 年公司地面综合服务货邮处理量 (万吨)	21
图表 58:	2018-2023 年公司上海两场货邮处理量 (万吨) 及市占率	21
图表 59:	2018-2024Q1 公司地面综合服务收入 (亿元)	22
图表 60:	2018-2024Q1 公司地面综合服务毛利 (亿元)	22
图表 61:	公司新增货站计划	22
图表 62:	2018-2024Q1 综合物流解决方案收入 (亿元)	23
图表 63:	2018-2024Q1 综合物流解决方案毛利 (亿元)	23
图表 64:	2018-2024Q1 综合物流解决方案毛利率&整体毛利率比较	23
图表 65:	2018-2024Q1 综合物流解决方案收入&毛利占公司整体比重	23
图表 66:	2018-2023 年公司跨境电商业务货量 (万吨)	24
图表 67:	2018-2023 年公司跨境电商业务收入 (亿元)	24
图表 68:	公司跨境电商解决方案图示	24
图表 69:	2018-2020 年跨境电商业务与全货机+地面服务单位收入比较	24
图表 70:	2018-2023 年产地直达解决方案收入 (亿元)	25
图表 71:	2018-2023 年产地直达包机数量 (架次)	25
图表 72:	2020-2023 年定制化物流业务收入 (亿元)	25
图表 73:	2020-2023 年定制化物流业务货量 (吨)	25
图表 74:	2024-2026 年公司主要业务业绩测算	26
图表 75:	2024-2026 年公司盈利预测	26

1. 国内领先的航空物流服务提供商

1.1 航空货运企业混改上市第一股

东方航空物流股份有限公司（以下简称“公司”）为我国首家完成混改上市的专业航空货运企业，实现央企、民企、员工持股平台并存的多元股权结构。2004年，公司前身东远物流成立，由东航股份、中远集团和中货航共同投资；2013年，公司更名为“东方航空物流有限公司”；2017年2月，东航股份将其所持有的公司100%股份转让给东航产投；同年6月，联想控股、珠海普东、德邦股份、绿地投资公司、天津睿远（员工持股平台）向公司增资2.8亿元，实现多元股权结构；2021年，公司在上交所上市，股票代码：601156.SH。

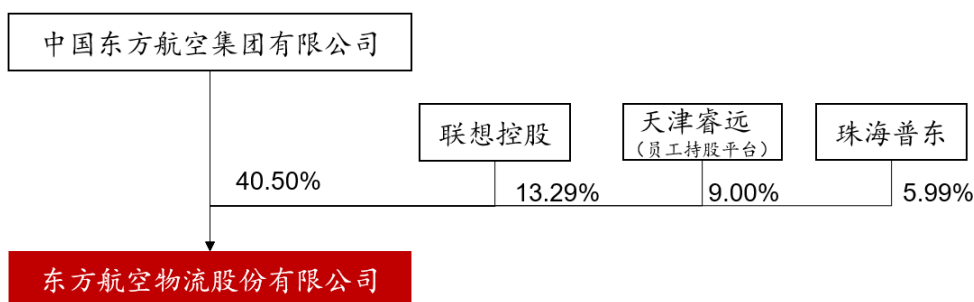
图表1：公司发展历程

时间	重要事件
2004年	东航股份、中远集团和中货航共同投资设立东航物流前身东远物流（上海东方远航物流有限公司）。
2012年	中远集团、中货航将其所持的股份转让给东航股份。
2013年	公司更名为“东方航空物流有限公司”。
2017年	2月，东航股份将其所持有的公司100%股份转让给东航产投；6月，联想控股、珠海普东、德邦股份、绿地投资公司、天津睿远（员工持股平台）向公司增资2.8亿元，实现多元股权结构。
2018年	12月，东航物流有限公司改制为东航物流股份有限公司。
2021年	6月9日，公司在上海证券交易所主板挂牌上市（股票代码：601156.SH）。

资料来源：公司公告，公司官网，国联证券研究所

中国东方航空集团目前为公司控股股东、实际控制人。2023年12月，中国东航集团与东航产投签订了《国有产权无偿划转协议》，协议约定东航产投将其持有的公司40.5%股份无偿划转给中国东航集团。2024年1月，完成了过户登记手续，中国东航集团直接持有公司40.5%股份，为公司控股股东和实际控制人。此外，联想控股、员工持股平台天津睿远、珠海普东分别持有13.29%、9%、5.99%的公司股份。

图表2：公司股权结构（截至2024年一季度末）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司主要业务有航空速运、地面综合服务与综合物流解决方案，致力于提供为全球客户提供“一站式”航空综合物流服务。航空速运业务方面，公司利用全货机和客机腹舱两种运输方式为客户提供覆盖国际国内主要航线网络的航空物流服务，涵盖快运、特种货运、普货等业务；地面综合服务业务方面，公司提供货站操作、多式联运、仓储业务等服务；综合物流解决方案方面，公司利用自身航空干线和地面操作资源，辅以外部采购资源，为客户提供跨境电商、产地直达、同业项目供应链、定制化物流等综合物流服务。

图表3：公司主营业务图示

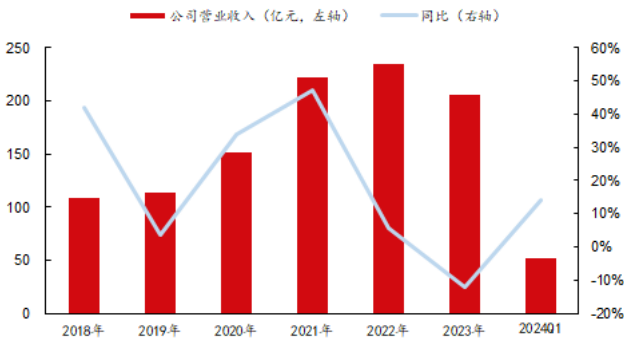


资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 收入规模与盈利总体保持增长

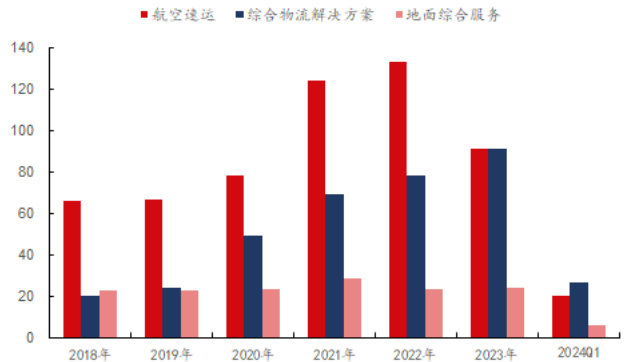
得益于综合物流解决方案业务的快速增长，公司收入总体保持增长态势。2024Q1，公司营业收入 52.2 亿元，同比+14.2%；其中，航空速运业务、综合物流解决方案、地面综合服务收入分别为 20.0、26.3、5.9 亿元，同比分别-17.1%、+64.0%、+6.8%，占营业收入比重分别为 38%、50%、11%。综合物流解决方案超越航空速运业务，成为收入贡献最大的业务板块。2018-2023 年，公司营业收入由 108.9 亿元增加到 206.2 亿元，年复合增长率为 13.6%；综合物流解决方案收入年复合增长率为 35.6%。

图表4：2018-2024Q1 公司营业收入（亿元）



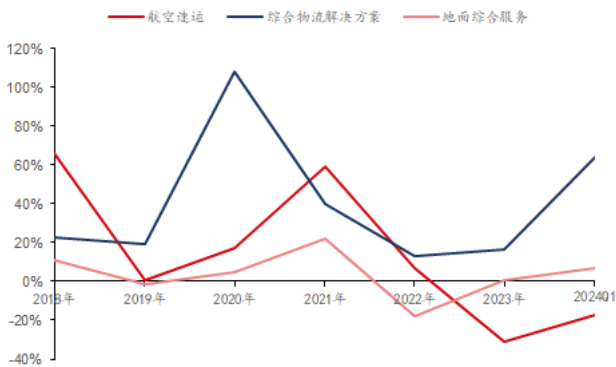
资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表5：2018-2024Q1 公司各业务收入（亿元）



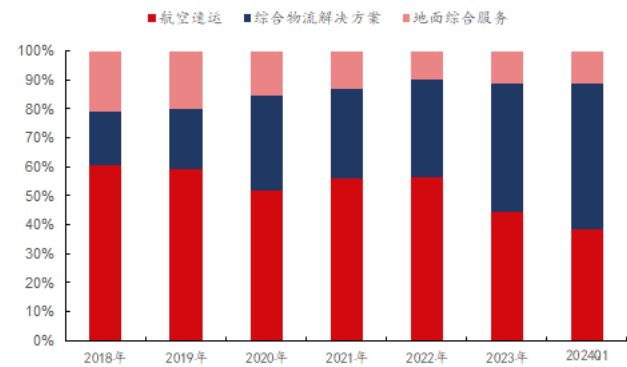
资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表6：2018-2024Q1 公司各业务收入增速比较



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表7：2018-2024Q1 公司主营业务收入结构

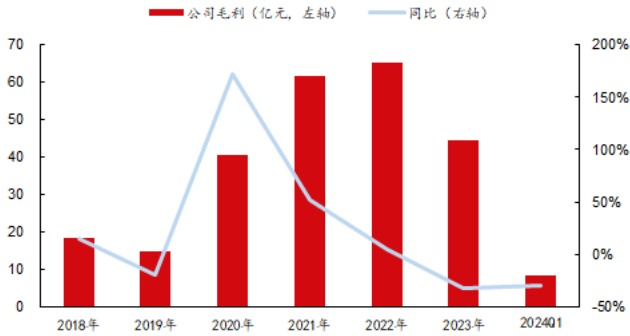


资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

2024Q1 受空运运价同比下滑影响，公司盈利有所下滑。2024Q1，公司毛利、归母净利润分别为 8.3、5.9 亿元，同比分别-29.4%、-22.6%；毛利率、归母净利率分别为 15.8%、11.3%，同比分别-9.8、-5.3pcts，但依然高于 2019 年 2.6、4.3 个百分点。其中，航空速运业务、综合物流解决方案、地面综合服务占毛利比重分别为 38%、34%、28%，毛利率分别为 15.6%、10.7%、39.5%。

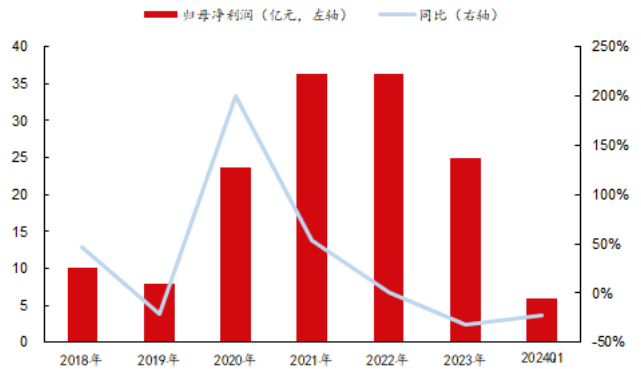
地面综合服务贡献稳定收益，航空速运业务决定盈利弹性高度。2018-2023 年，地面综合服务毛利平均为 8.4 亿元，毛利率平均为 34.9%，盈利能力较高且稳定。2019-2022 年，航空速运业务毛利由 7.9 亿元提高到 46.5 亿元，年复合增长率 126%，占公司毛利比重由 27%提高到 71%，带动同期公司毛利由 15 亿元提高到 65.1 亿元，年复合增长率 63.2%；2023 年，航空速运业务毛利 22.4 亿元，同比-51.8%，公司毛利 44.4 亿元，同比-31.7%。公司盈利弹性与航空速运业务盈利相关性较高。

图表8：2018-2024Q1 公司毛利（亿元）



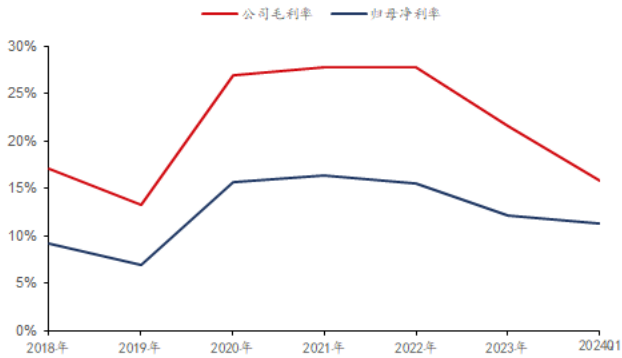
资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表9：2018-2024Q1 公司归母净利润（亿元）



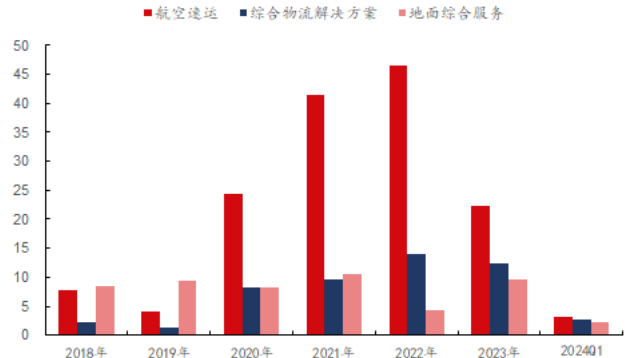
资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表10：2018-2024Q1 公司毛利率&归母净利率



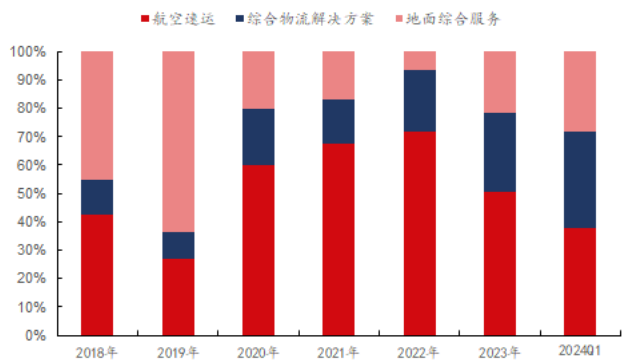
资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表11：2018-2024Q1 公司各业务毛利（亿元）



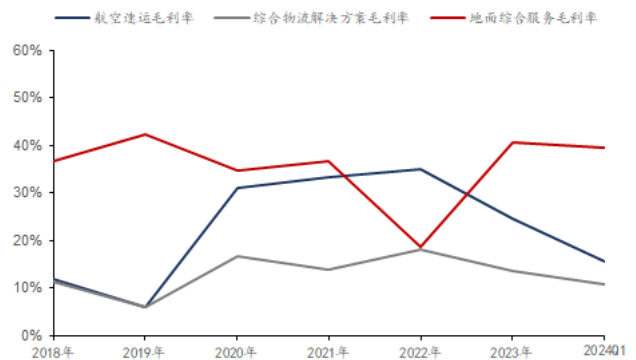
资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表12：2018-2024Q1 公司毛利结构



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

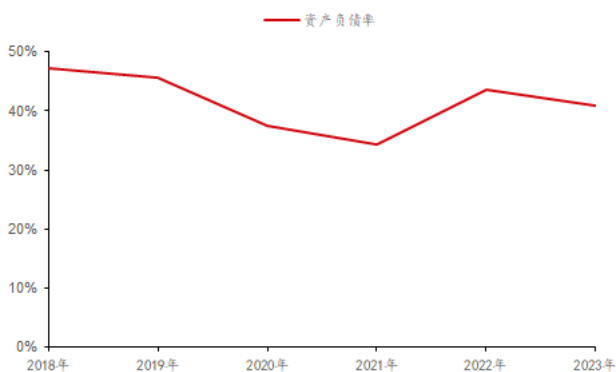
图表13：2018-2024Q1 公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

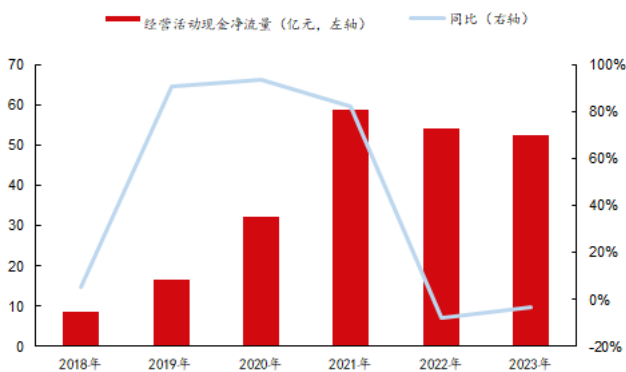
公司资本结构改善，现金流大幅增加，实现健康可持续发展。2018-2023年，公司资产负债率由47.2%下降到40.9%，下降6.3pcts；公司经营活动现金净流量由8.7亿元增加到52.4亿元，年复合增长率为43.1%。

图表14：2018-2023 年公司资产负债率



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表15：2018-2023 年公司经营活动现金净流量（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

2. 供需格局趋于紧张，行业景气有望上行

从跨境空运运价复盘来看，需求决定方向，供给影响弹性。我们以波罗的海浦东机场出港空运价格指数（BAI80）为例，复盘和总结出口空运运价的变化情况。

2018-2019 年，运价波动主要受需求的季节性变动影响。其中，8 月-12 月为旺季，春节前后以及 5-7 月为淡季。

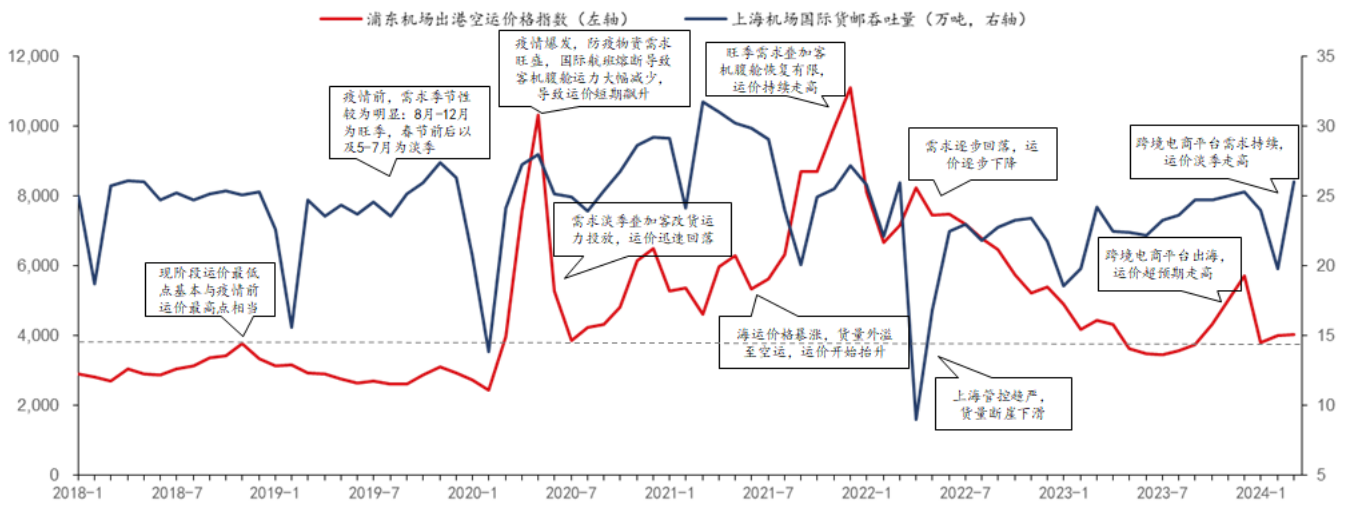
2020 年，受新冠疫情影响，导致防疫物资进出口需求旺盛，同时国际客运航班熔断，客机腹舱运力供给大幅减少，供需失衡，运价短期内飙升；5 月，步入需求淡季，叠加客改货（客机改装为全货机）运力投放市场，运价迅速回落。

2021 年，由于海运价格暴涨，部分货物需求外溢到空运，运价开始抬升；同时，进入旺季需求叠加客机腹舱运力恢复有限，运价持续走高。

2022 年，随着国际航班的恢复，客机腹舱运力增加，空运市场供需逐步平衡，运价逐渐回落至疫情前水平。

2023 年 4 季度-2024 年 4 月，由于跨境电商平台出海带动，电商货物出口需求猛增，导致运价不仅超预期上涨，同时在淡季也超过疫情前旺季的运价水平。

图表16: 2018-2024年4月浦东机场出港空运价格指数(BA180)复盘



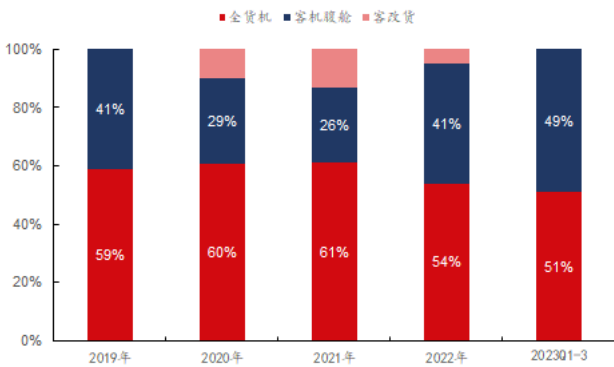
资料来源: TAC Index, 上海机场公司公告, 国联证券研究所

2.1 供给: 货机产能有限, 腹舱恢复略缓

全球航空货运运力主要由全货机和客机腹舱提供, 全货机承运6成以上的货物。

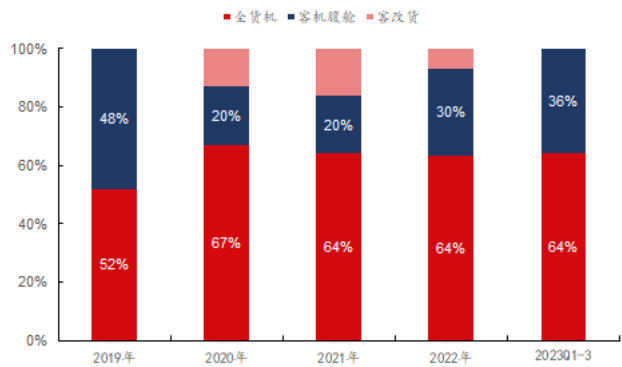
2023 前三季度, 全货机提供了51%的全球航空货运运力, 但是却承运了60%以上的航空货物, 其余货物则由客机腹舱承运。

图表17: 2019-2023年前3季度全球航空货运运力结构



资料来源: IATA, 国联证券研究所

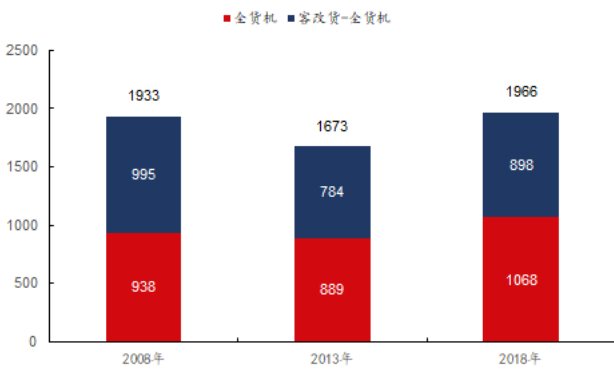
图表18: 2019-2023年前3季度全球航空货物承运结构



资料来源: IATA, 国联证券研究所

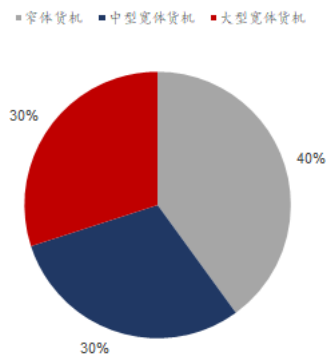
出厂全货机占全货机规模50%以上, 适合洲际运输的远程宽体机占30%。2018年 全球全货机为1,966架, 其中出厂全货机1068架, 占比54%, 其余898架全货机为 客机改装而成; 预计当前全球全货机数量达到2000架以上。按机型分, 波音737/757 等窄体机占40%, 波音767、空客A300/A330等中型宽体机约占30%, 波音747等 大型宽体机约占30%。

图表19：2008-2018年全货机来源数量（架）



资料来源：航空产业网，国联证券研究所

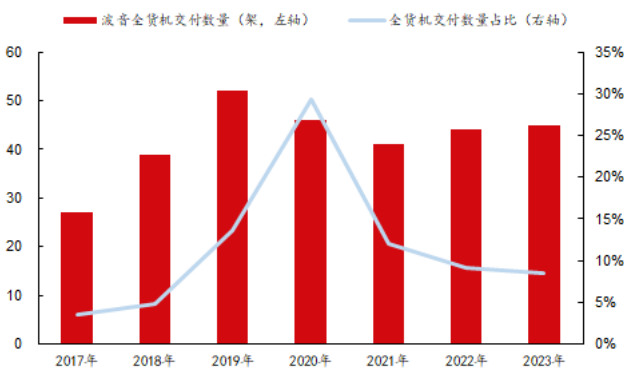
图表20：全球全货机机型结构



资料来源：航空产业网，国联证券研究所

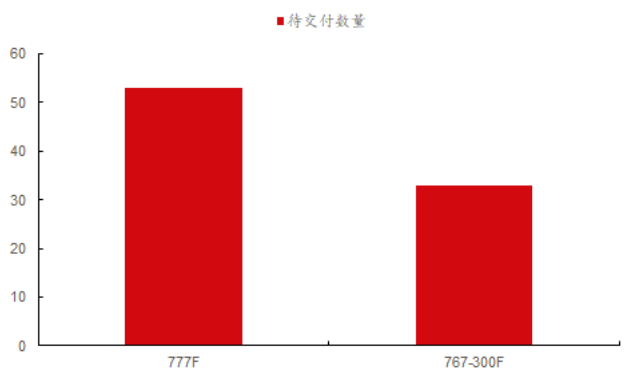
全球飞机产能以客机为主，全货机为辅，新增供给有限。2018年，波音交付全货机39架，占波音总体交付量的4.8%，仅占当年全货机机队规模的2.0%；2023年，波音交付全货机45架，占波音总体交付量的8.5%。从在手订单看，波音待交付全货机数量为86架，其中远程大型宽体货机777F为53架，占比62%。假设目前全货机总量2000架，适合洲际远程货运的大型宽体货机占比30%，且24-26年没有货机退役和客改货新增情况下，我们测算，未来大型宽体货机规模整体增速仅为8.8%。

图表21：2017-2023年波音全货机交付量及占比



资料来源：波音公司，国联证券研究所

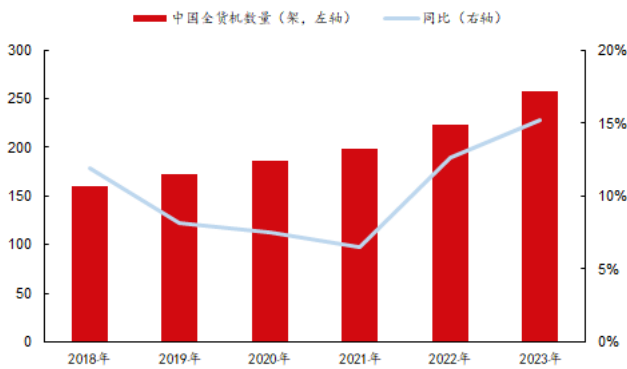
图表22：波音全货机在手订单数量（架）



资料来源：波音公司，国联证券研究所

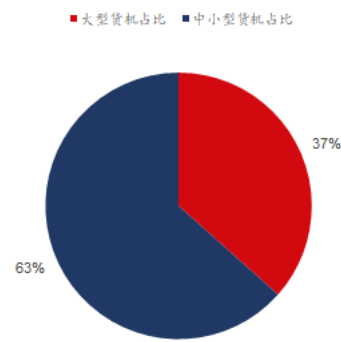
从国内全货机数量和机型看，2023年我国全货机数量为257架，大型宽体货机为94架，同比+20.5%，占全货机机队约37%，略高于全球水平；中国出口货运航班周执行量983班，同比+8.0%，北美和西欧航线分别为139、76班。2024Q1，中国出口货运航班周执行量953班，同比+5.9%；其中，北美、西欧地区航线分别为138、74班，同比+18.2%、+9.6%，占比分别为14.5%、7.8%。我们测算，预计2024-2026年中国全货机出口运力供给分别为241.5、265.7、292.2万吨。其中，北美地区航线占比分别为24.1%、25.2%、26.3%；西欧地区航线占比分别为14.3%、16.3%、18.5%。

图表23：2018-2023年中国全货机数量（架）



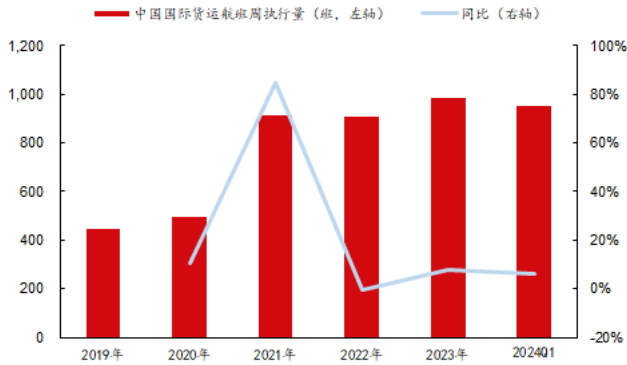
资料来源：中国民航局，国联证券研究所

图表24：2023年中国全货机机型结构



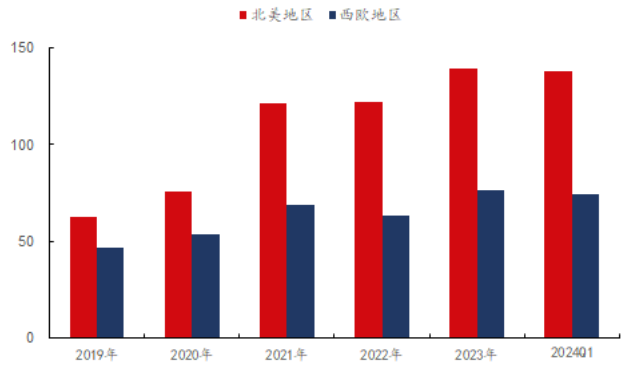
资料来源：中国民航局，国联证券研究所

图表25：2019-2024Q1中国出口货运航班周执行量（班）



资料来源：航班管家，国联证券研究所

图表26：2019-2024Q1中国-北美/西欧航线出口货运航班周执行量（班）



资料来源：航班管家，国联证券研究所

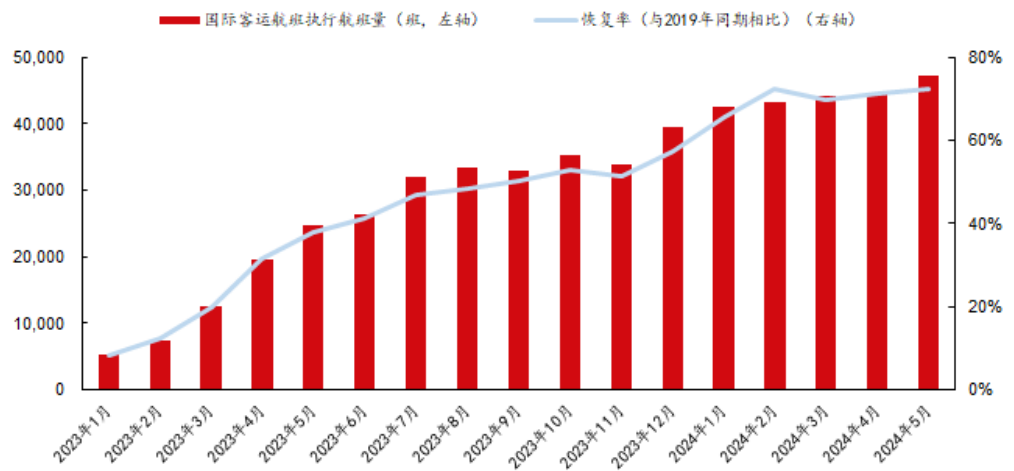
图表27：2024-2026年中国-北美/欧洲全货机运力供给预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
中国全货机出口货运航班周班次 (班)	983	1032	1135	1249
yoy	8%	5%	10%	10%
全货机单班次运力 (吨)	45	45	45	45
中国全货机出口运力供给 (万吨/年)	230.0	241.5	265.7	292.2
北美出口货运航班周班次 (班)	139	160	184	211
yoy	14%	15%	15%	15%
西欧出口货运航班周班次 (班)	76	95	119	148
yoy	21%	25%	25%	25%
北美、欧洲航线全货机单班次运力 (吨)	70	70	70	70
北美空运出口运力供给 (万吨/年)	50.6	58.2	66.9	77.0
北美地区占比	22.0%	24.1%	25.2%	26.3%
欧洲空运出口运力供给 (万吨/年)	27.7	34.6	43.2	54.0
西欧地区占比	12.0%	14.3%	16.3%	18.5%

资料来源：航班管家，国联证券研究所测算

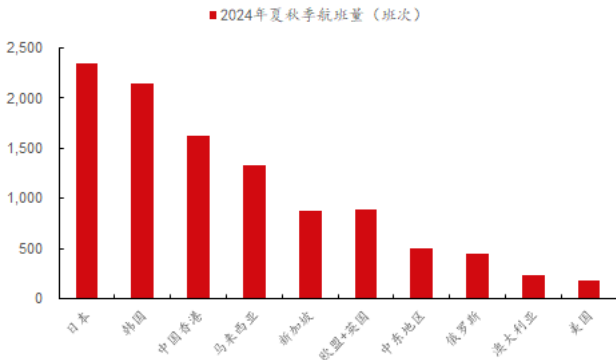
中美国际航班的恢复仍然存在不确定性，客机腹舱运力供给恢复有限。2024年5月，民航执行国际客运航线47,138班次，恢复到2019年同期的72.5%。从地区来看，2024年夏航季中国至欧盟+英国、美国的航班量分别为894、179班，分别恢复到2019年的75%、24%左右。假设每架客机腹舱可提供20吨的运力，则每周中国至欧盟地区、美国的可提供的运力为17,880、3,580吨，分别相当于每天26架、5架B777全货机运量。但是，考虑到中美国际航线恢复的不确定性，客机腹舱运力在短期内或难以大幅增加，全货机仍将是未来一段时间内全球航空货运市场的运输主力。

图表28：2023-2024年中国国际客运执行航班量及恢复率



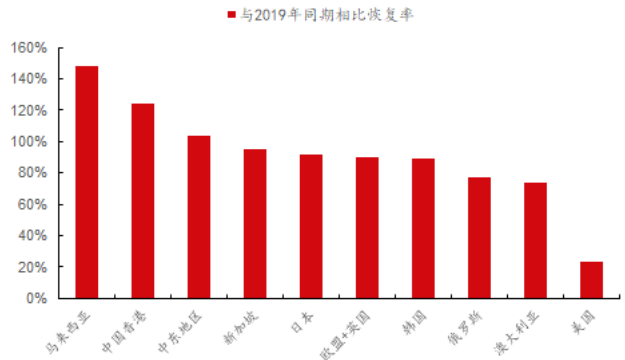
资料来源：航班管家，国联证券研究所

图表29：2024年夏秋中国与部分国家/地区周航班量



资料来源：航班管家，国联证券研究所

图表30：2024年夏秋中国国际航线恢复率



资料来源：航班管家，国联证券研究所

假设2024-2026年中美国际航线分别恢复到2019年的30%、50%、70%，中欧国际航线分别为恢复到2019年的85%、100%、120%，我们测算得，2024-2026年中美国际航线客机腹舱可提供的运力为23.7、39.5、55.3万吨，中欧国际航线客机腹舱可

提供的运力为 105.1、123.7、148.4 万吨。

图表31：2024-2026 年中国-北美/欧洲客机腹舱运力供给预测

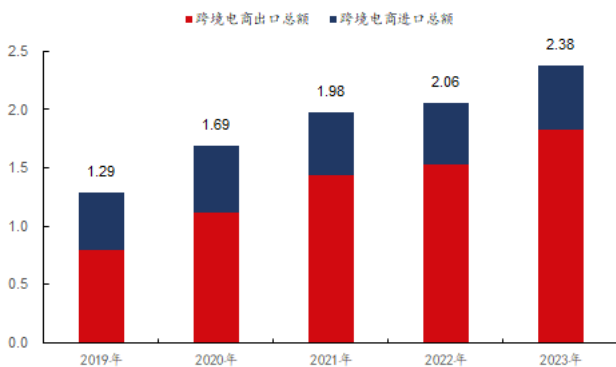
	2023A	2024E	2025E	2026E
中美航线恢复比例（对比 2019 年）		30%	50%	70%
国际航班周班次（班）		228	380	532
中欧航线恢复比例（对比 2019 年）		85%	100%	120%
国际航班周班次（班）		1011	1189	1427
客机单架次运力（吨）	20	20	20	20
北美空运出口周运力合计（万吨）		0.5	0.8	1.1
北美空运出口运力供给（万吨/年）		23.7	39.5	55.3
欧洲空运出口周运力合计（万吨）		2.0	2.4	2.9
欧洲空运出口运力供给（万吨/年）		105.1	123.7	148.4

资料来源：航班管家，国联证券研究所测算

2.2 需求：电商增量可期，普货逐步恢复

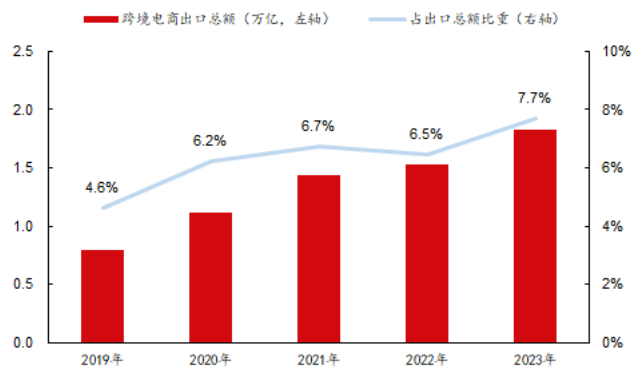
跨境电商的迅速发展催生对航空货运的大量需求。2023 年，我国跨境电商进出口总额 2.38 万亿，同比+15.6%。其中，跨境电商出口总额 1.83 万亿，同比+19.6%，占出口总额的比重由 2019 年的 4.6% 提高到 2023 年的 7.7%。

图表32：2019-2023 年跨境电商进出口总额（亿元）



资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表33：2019-2023 年跨境电商出口占出口总额比重



资料来源：海关总署，国联证券研究所

当前，中国跨境（出口）电商平台主要有速卖通（AliExpress）、Temu、TikTok Shop 和 SHEIN，以上并称中国跨境电商平台“四小龙”。其中，全球速卖通(AliExpress) 是阿里巴巴面向国际市场打造的跨境电商平台；Temu 是国内电商新势力拼多多为开拓海外市场建立的跨境电商平台；TikTok Shop 是基于 TikTok 天然流量池进行商品销售的跨境电商平台；SHEIN 是一家以独立站形式运营的全球时尚在线零售商。

从商流增速看，2024 年“四小龙”预计持续高速增长。预计 Temu 的 2024 年 GMV

目标定为 300 亿美元，相比 2023 年（140 亿美元）增长约 114%；Shein GMV 为 560 亿美元，同比增长约 40%；TikTok Shop 的 2024 年 GMV 目标预计为 500 亿美元，相比 2023 年（200 亿美元）增长 150%。

从包裹量/货量看，2024 年“四小龙”预计贡献超 100 万吨跨境空运出口货量。我们测算跨境“四小龙”2024 年合计货量 271 万吨。假设 Temu 和 Shein 的货物均以空运出口为主；TikTok Shop 以本地卖家为主，20%货物由国内空运出口；速卖通为全品类电商平台，30%货物由国内空运出口，则 2024 年跨境“四小龙”预计贡献 104 万吨的空运货量，同比+44%。

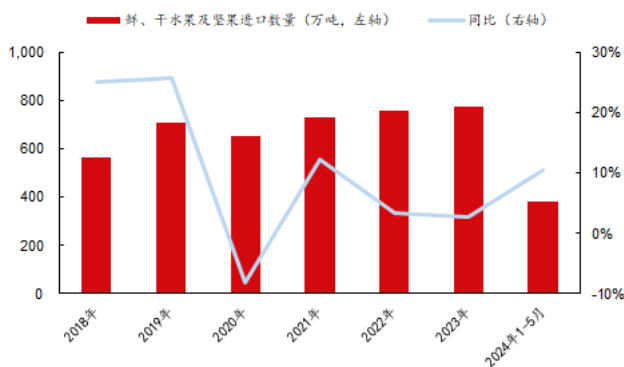
图表34：2024 年跨境“四小龙”货量测算

电商平台	Temu	Shein	Tiktok Shop	速卖通
2023 年预测 GMV (亿美元)	140	400	200	435
2024 年预测 GMV (亿美元)	300	560	500	600
yoy	114%	40%	150%	38%
2024 年预测包裹量 (亿件)	3.5	5.0	3.3	4.4
2024 年预测货量 (万吨)	53	60	50	109
空运货物占比	90%	90%	20%	30%
2024 年预测空运货量 (万吨)	47	54	10	33
yoy	103%	36%	30%	11%

资料来源：航班管家，国联证券研究所测算

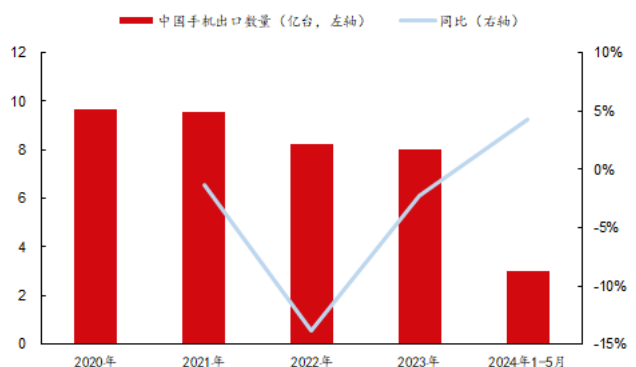
此外，预计生鲜进口和以机电产品、高科技产品等为代表的传统航空普货市场将持续发展和复苏。2023 年，中国鲜、干水果及坚果进口 775 万吨，同比+2.6%，增速相比 2022 年下降 0.8 个百分点；手机出口 8.0 亿台，同比-2.3%。2024 年 1-5 月，中国鲜、干水果及坚果进口数量 383 万吨，同比+10.4%，增速相比于 2023 年提高 7.8 个百分点；手机出口 3.0 亿台，同比+4.3%，增速相比于 2023 年由负转正。

图表35：2018-2024 年 1-5 月中国鲜、干水果及坚果进口数量（万吨）



资料来源：海关总署，Wind，国联证券研究所

图表36：2020-2024 年 1-5 月中国手机出口数量（亿台）



资料来源：海关总署，Wind，国联证券研究所

需求方面，我们预计 2024-2026 年中国空运出口货量分别为 528、610、696 万吨；其中，中国跨境电商平台出口货量分别为 144、201、262 万吨，同比分别+44%、+40%、+30%。

图表37：2024-2026 年中国跨境空运货量（万吨）测算

	2023A	2024E	2025E	2026E
中国空运出口货量	456	528	610	696
yoy	-6%	16%	16%	14%
其中，中国跨境电商平台出口货量	100	144	201	262
yoy		44%	40%	30%
北美空运出口货量	98	132	153	174
占比	22%	25%	25%	25%
欧洲空运出口货量	182	201	232	265
占比	40%	38%	38%	38%

资料来源：公司公告，Seabury，国联证券研究所测算

结合运力供给测算，2024-2026 年中国-北美跨境空运供需差（供给-需求）测算为-50、-46、-42 万吨；中国-欧洲跨境空运供需差-61、-65、-62 万吨。因此，我们预计 2024-2026 年中国跨境空运行业将呈现供不应求状态，或将带动运价持续上行。

3. 航空物流弹性充足，地面服务收益稳健

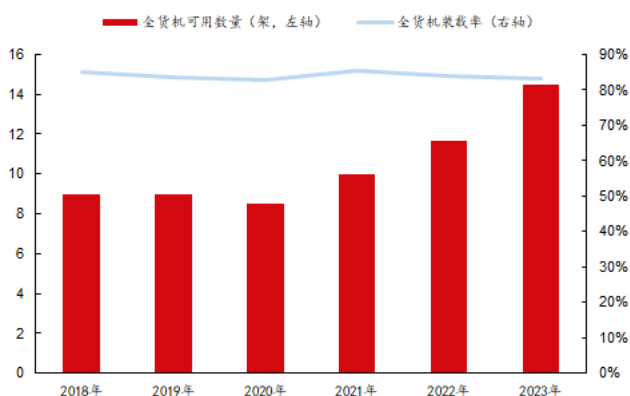
航空速运是公司核心业务，也是盈利弹性主要来源。国内国际航空货运整体呈现上行趋势，公司有望享受运价提升带来的盈利弹性。地面综合服务是公司利润基石，随着上海等主要机场口岸的进出口货量增长，有望稳步增厚公司相关地面服务收益。综合物流解决方案打造公司第二增长曲线，借助公司天网+地网的设施布局，为跨境电商等客户提供一站式物流服务，借力电商出海东风，创造更多附加价值。

3.1 航空速运：运价上行周期，利润弹性可期

公司通过持续扩大自有全货机规模和利用东航股份客机资源，业务量规模不断增加。截至 2023 年末，公司拥有 14 架 B777 全货机，并开通 17 条定班航线，装载率 83.1%，同比略有下降。同时公司独家经营东航股份的客机货运业务，航线覆盖国内全部省会城市和重要城市以及国际重要航点。2023 年公司实现货邮周转量和货邮运输量分别为 68.2 亿吨公里、144.5 万吨，同比分别+18.8%、+26.4%。其中，全货

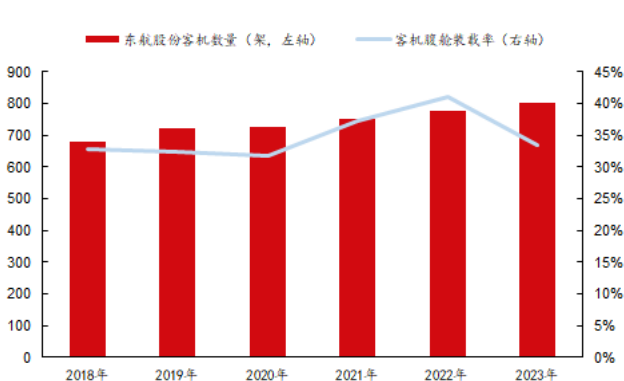
机和客机货运运输量分别为 60.3、84.2 万吨，同比分别+22.8%、+29.1%。

图表38：2018-2023 年公司全货机可用数量和装载率



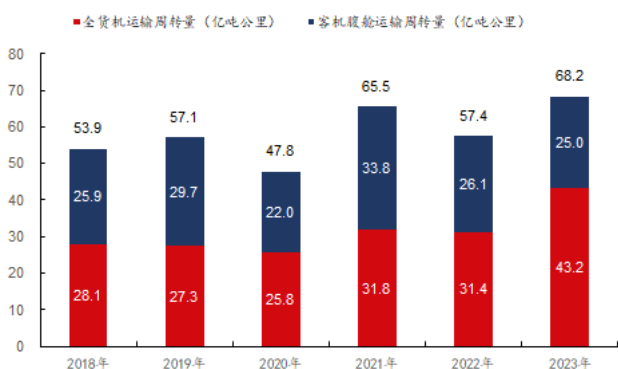
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表39：2018-2023 年东航客机机队规模和装载率



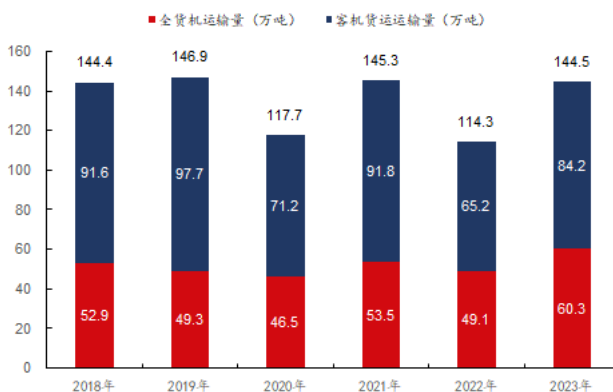
资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表40：2018-2023 年公司货邮周转量（亿吨公里）



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

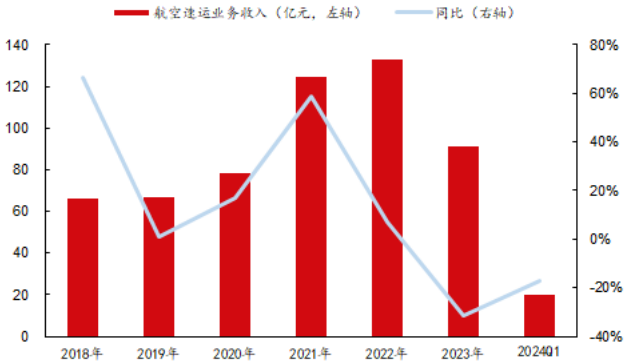
图表41：2018-2023 年公司货邮运输量（万吨）



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

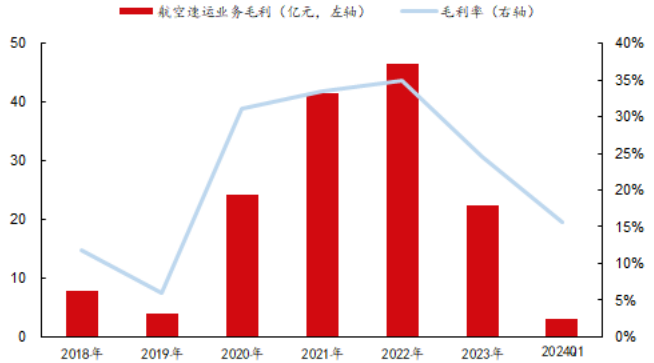
航空速运业务收入在波动中增长，全货机业务为毛利主要来源。2024Q1，公司航空速运业务收入、毛利分别为 20.0、3.1 亿元，同比分别-17.1%、-57.1%，毛利率为 15.6%。2023 年，公司航空速运营营业收入和毛利分别为 91.2、22.4 亿元，同比分别-31.4%、-51.8%；2018-2023 年复合增长率分别为 6.6%、15.7%。根据公司招股说明书，2018-2020 年全货机运输收入、毛利占比均在 50% 以上，其中 2020 年毛利占比超 90%，为航空货运业务主要盈利来源。

图表42: 2018-2024Q1 公司航空速运业务收入 (亿元)



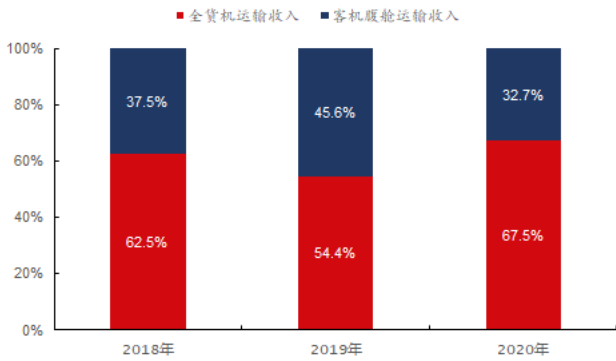
资料来源: 公司公告, Wind, 国联证券研究所

图表43: 2018-2024Q1 公司航空速运业务毛利 (亿元)



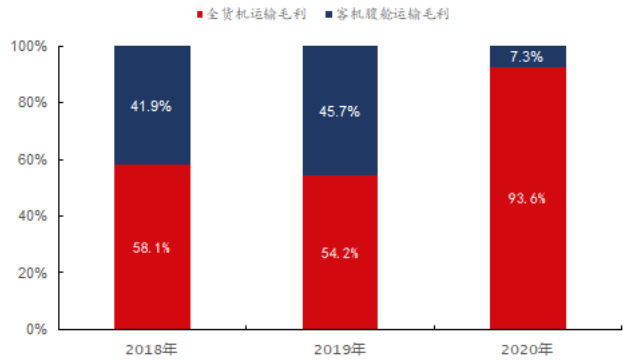
资料来源: 公司公告, Wind, 国联证券研究所

图表44: 2018-2020 年航空速运业务收入结构 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表45: 2018-2020 年航空速运业务毛利结构 (亿元)



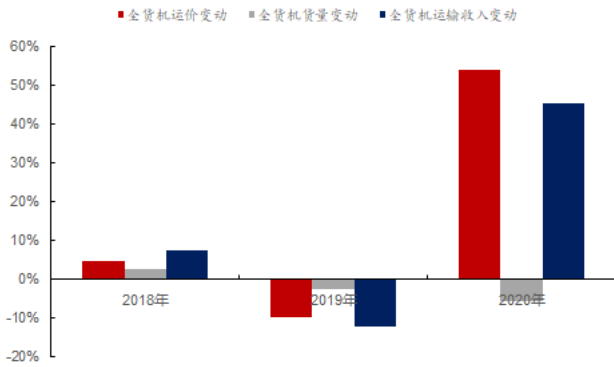
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

国际航空货运市场景气上行带动运价抬升和航空煤油价格总体呈现下行趋势, 公司收入和成本端有望迎来双重利好, 全货机利润弹性有望进一步释放。

收入方面, 公司全货机运输收入=全货机运输总周转量(运量)*吨公里收入(运价)。根据公司招股说明书, 全货机运输收入的变动主要受运价变动的影 响。成本方面, 2022-2023 年, 燃油成本均占公司全货机成本的 50%以上。

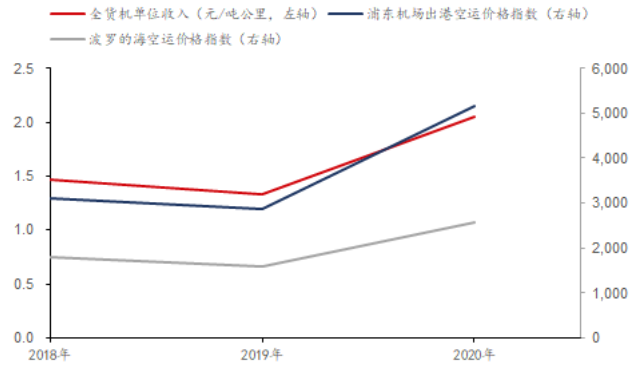
2024 年二季度, 浦东机场出港空运价格指数平均为 4,692, 同比+23.4%, 环比 +19.3%; 中石化航空煤油出厂价为 6,551 元/吨, 环比于 2024 年二季度下降 2.0%, 相比于 2023 年四季度下降 13.9%。

图表46：2018-2020年全货机收入变动拆分



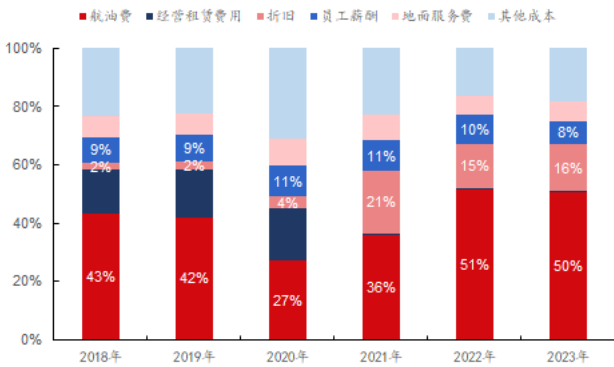
资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

图表47：2018-2020年全货机单位收入&运价指数比较



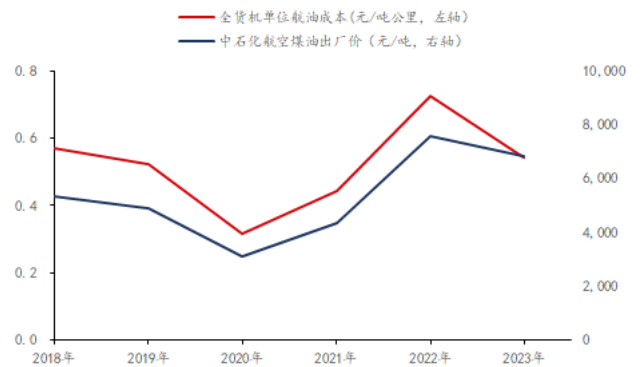
资料来源：公司招股说明书，TAC Index，国联证券研究所

图表48：2018-2023年公司全货机运输成本结构



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表49：2018-2023年公司全货机航油单位成本&燃油价格比较



资料来源：公司公告，金联创，Wind，国联证券研究所

图表50：2018-2024Q2 浦东机场出港空运价格指数



资料来源：TAC Index，iFinD，国联证券研究所

图表51：2018-2024Q2 中石化航空煤油出厂价 (元/吨)

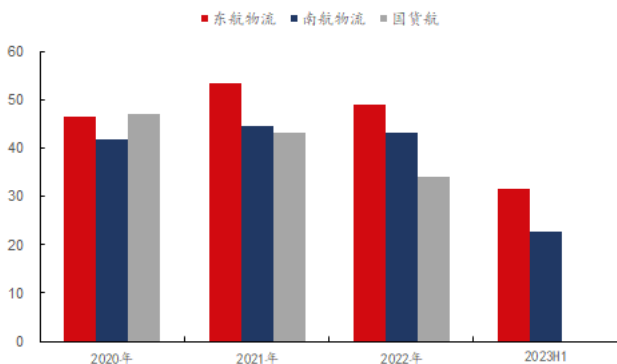


资料来源：金联创，Wind，国联证券研究所

公司全货机运输量、执行班次、日利用率等经营效率指标三大航内领先，随着自有机队规模扩大，利润弹性空间可期。公司与同为三大航旗下的南航物流、国货航比

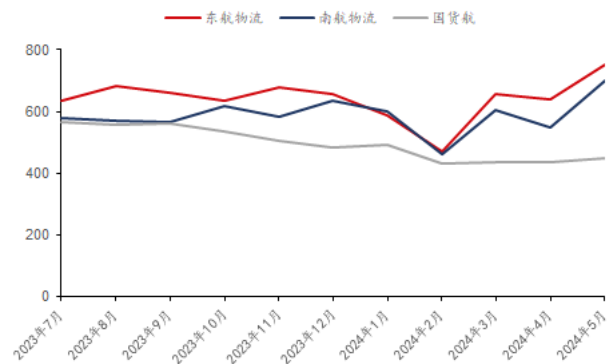
较，公司无论是业务量还是全货机经营效率都位居前列。2023 年上半年，公司全货机运输量 31.6 万吨，多出南航物流 9 万吨；2024 年 5 月份，根据航班管家数据，公司、南航物流、国货航全货机执行航班分别为 752、699、447 架次；全货机利用率方面，公司、南航物流、国货航分别为 15.2、13.6、9.4 小时/日，公司均位列第一。截至 2024 年 4 月，公司拥有 14 架 B777F 宽体货机。公司稳步落实“十四五”全机队发展规划，预计到“十四五”末，公司运营的全货机机队规模将达到 15-20 架。

图表52：2020-2023H1 三大航全货机运输量（万吨）



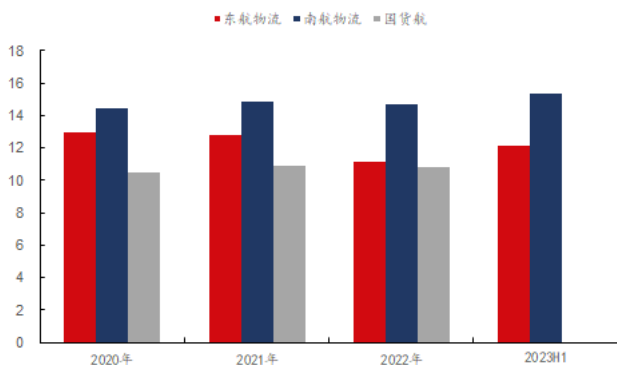
资料来源：公司公告，国货航招股说明书、南航物流招股说明书，国联证券研究所

图表53：2023 年 7 月-2024 年 5 月三大航全货机执行航班量（架次）



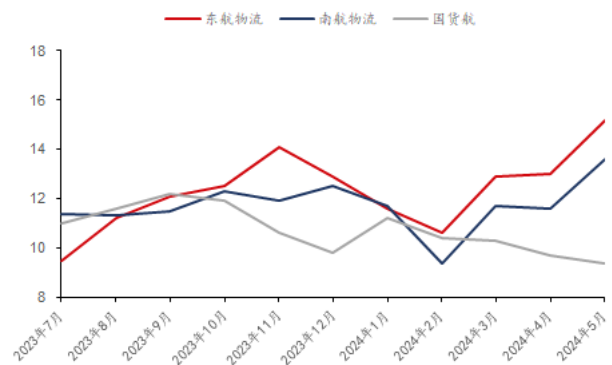
资料来源：航班管家，国联证券研究所

图表54：2020-2023H1 三大航全货机利用率（小时/日）



资料来源：公司公告，国货航招股说明书、南航物流招股说明书，国联证券研究所

图表55：2023 年 7 月-2024 年 5 月三大航全货机利用率（小时/日）



资料来源：航班管家，国联证券研究所

3.2 地面服务：卡位核心资源，贡献稳定收益

公司卡位上海机场出口核心节点资源，市占率维持 50% 以上。截至 2023 年末，公司拥有自营货站 17 个，覆盖全国 10 个省的 11 个城市，总计 150 万平方米的库区和操作场地。其中，在全球第三大航空货运枢纽的上海两场具有明显的资源优势，拥有面积 125 万平方米的 6 个近机坪货站、1 个货运中转站，也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。

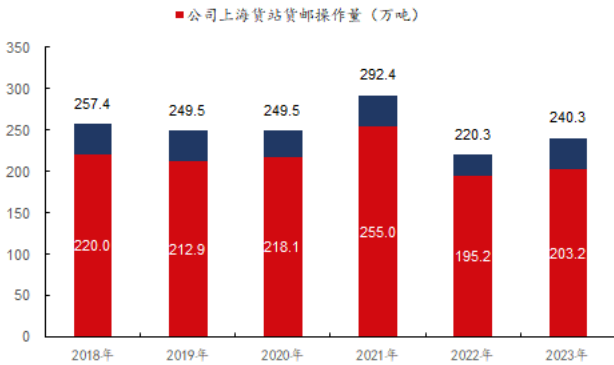
2023年，公司地面综合服务货邮处理量240.3万吨，同比+9.0%。其中，公司上海货站货邮处理量203.2万吨，同比+4.1%。同期，上海两场（浦东+虹桥机场）货邮吞吐量占全国机场的22.5%，是全国最大的货运枢纽；公司在上海两场市占率53.6%，且2020-2023年均维持在50%以上。

图表56：公司货站一览

上海	浦东西区货站、浦东北区货站、浦东南区货站、浦东物流中心货站、浦东东区货站、虹桥西区货站、虹桥东区货站	南京	东航物流禄口国际机场货站
北京	东航物流大兴国际机场货站	合肥	东航物流新桥国际机场货站
西安	东航物流咸阳国际机场货站	兰州	东航物流中川国际机场货站
昆明	东航物流长水国际机场货站	青岛	东航物流流亭国际机场货站
武汉	东航物流天河国际机场货站	济南	东航物流遥墙国际机场货站
		太原	东航物流武宿国际机场货站

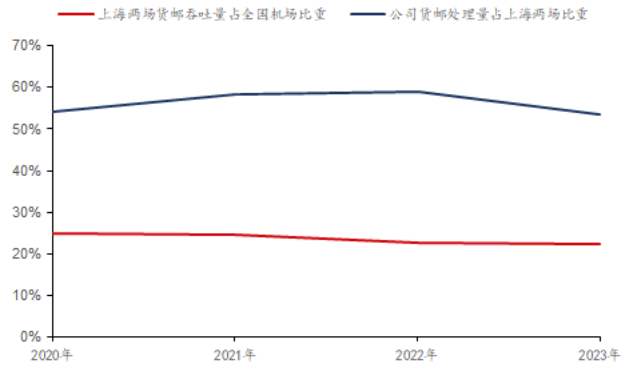
资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表57：2018-2023年公司地面综合服务货邮处理量（万吨）



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

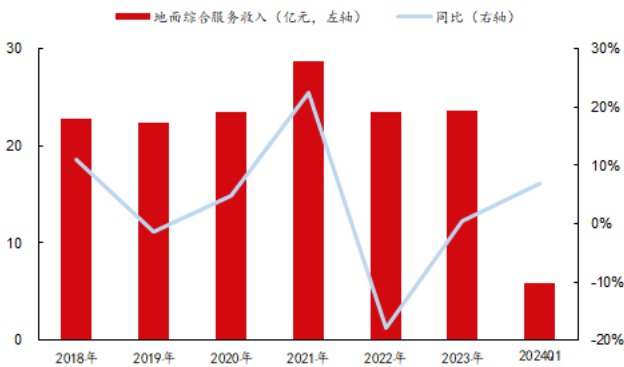
图表58：2018-2023年公司上海两场货邮处理量（万吨）及市占率



资料来源：中国民航局，公司公告，Wind，国联证券研究所

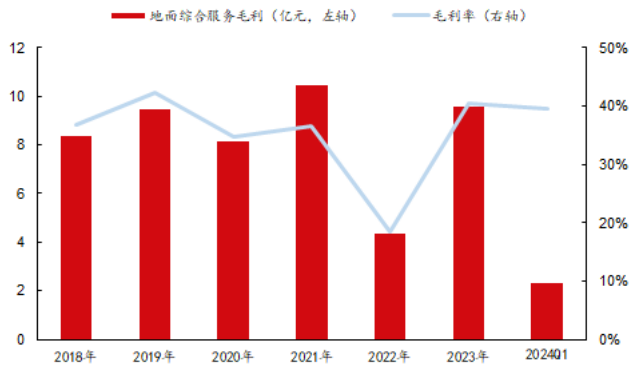
公司地面综合服务业务以货站操作收入为主，毛利率较高，贡献稳定收益。2024Q1，地面综合服务收入、毛利分别为5.9、2.3亿元，同比+6.8%、+2.8%；毛利率为39.5%，同比+8.6pcts。2018-2023年，毛利率平均为35.5%，剔除较为异常的2022年，其余年份年均贡献毛利9.2亿元。

图表59: 2018-2024Q1 公司地面综合服务收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国联证券研究所

图表60: 2018-2024Q 公司地面综合服务毛利 (亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国联证券研究所

随着规划货站产能逐步投产, 将进一步增厚公司收益。目前, 公司稳步推进浦东机场西区货站二期和浦东机场智能货站的建设。浦东机场西区二期项目预计将为公司新增年货物处理能力 30 万吨, 建成后公司整个浦东西区货站总面积将达 19 万平方米, 年货物处理能力 150 万吨。浦东机场智能货站预计将为公司新增年货物处理能力 60 万吨。预计 2024-2025 年, 公司地面综合服务新增收入 3-5 亿元, 贡献毛利 10 亿元以上。

图表61: 公司新增货站计划

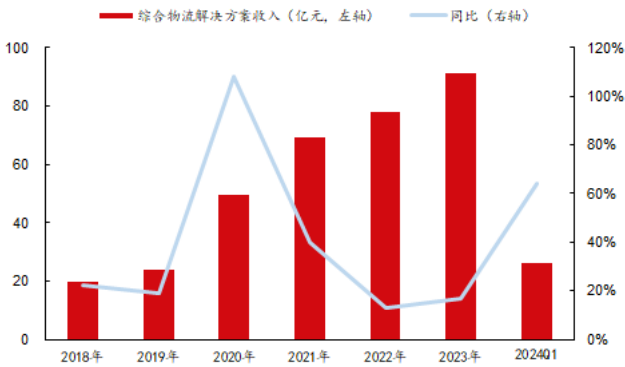
规划货站项目名称	预计投产时间	预计产能
浦东机场西区货站二期项目	2024 年	货邮处理量 30 万吨/年
浦东机场智能货站项目	2025 年	货邮处理量 60 万吨/年

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

3.3 综合物流: 跨境电商催化, 打造第二曲线

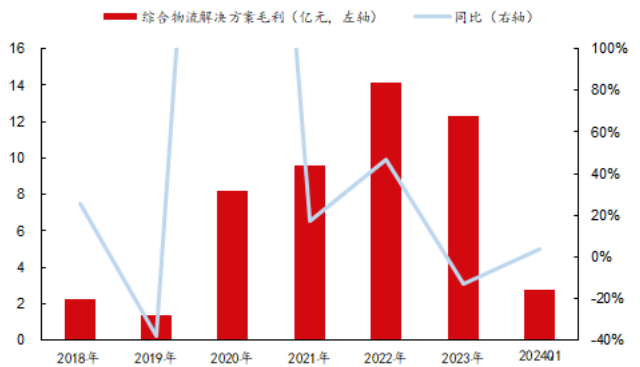
综合物流解决方案收入与毛利不断增加, 占公司营收和毛利比重逐年提高。2024Q1, 综合物流解决方案收入、毛利分别为 26.3、2.8 亿元, 同比分别+64.0%、+3.7%, 占总体营收、毛利比重分别为 33.9%、50.3%; 毛利率为 10.7%。2018-2023 年, 综合物流解决方案收入、毛利复合增长率分别为 35.6%、40.4%; 占总体营收、毛利比重分别由 12.2%、18.3%提高到 27.8%、44.3%。

图表62：2018-2024Q1 综合物流解决方案收入（亿元）



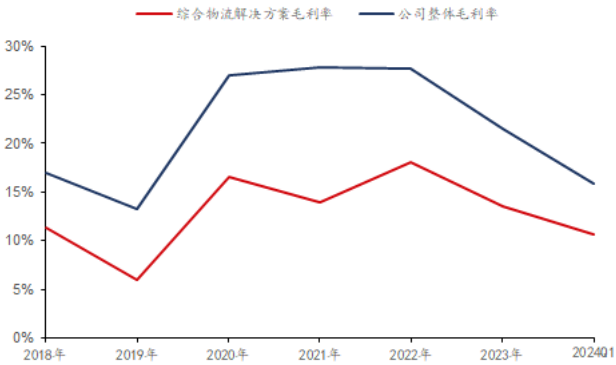
资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表63：2018-2024Q1 综合物流解决方案毛利（亿元）



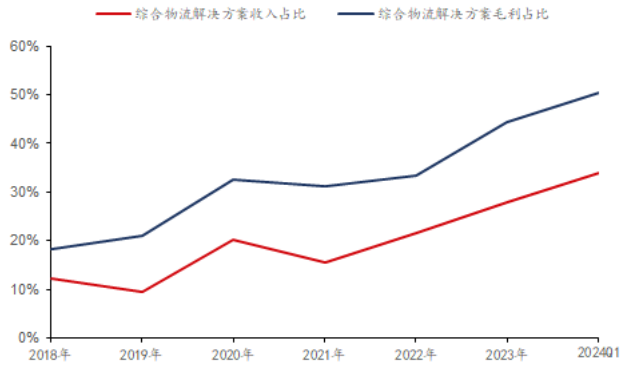
资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表64：2018-2024Q1 综合物流解决方案毛利率&整体毛利率比较



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表65：2018-2024Q1 综合物流解决方案收入&毛利占公司整体比重

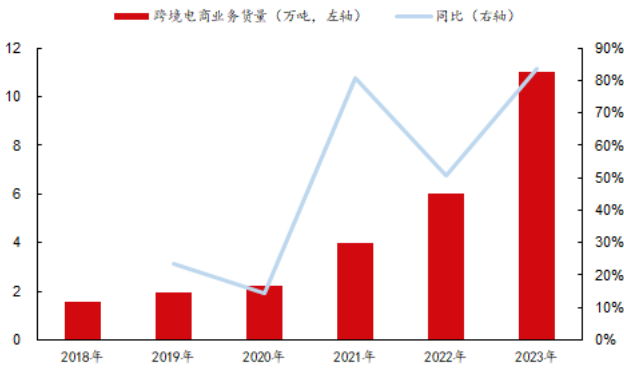


资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

综合物流解决方案收入的增长主要得益于跨境电商业务的迅速发展。2023年，跨境电商业务实现货量11.0万吨，同比+83.5%；实现收入47.0亿元，同比+71.7%。2018-2023年，跨境电商业务收入年复合增长率为73.6%；同期，公司营业收入、物流解决方案收入年复合增长率分别为13.6%、35.6%。

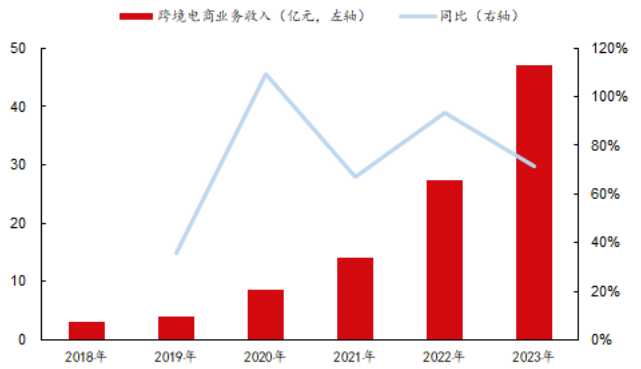
跨境电商业务整合公司全货机+地面服务资源，提供门到门的跨境全流程服务，增值服务更多，单位收入更高，潜在利润空间更大。2018-2020年，公司跨境电商业务单位收入分别是全货机+地面服务单一业务单位收入之和的2.2、2.5、3.1倍，呈现不断扩大趋势，说明公司有效整合全货机和地面服务资源，为客户提供门到门服务，相比于单一业务环节，客单价更高，在增加成本可控的情况下，潜在利润空间或更大。

图表66: 2018-2023年公司跨境电商业务货量(万吨)



资料来源: 公司公告, Wind, 国联证券研究所

图表67: 2018-2023年公司跨境电商业务收入(亿元)



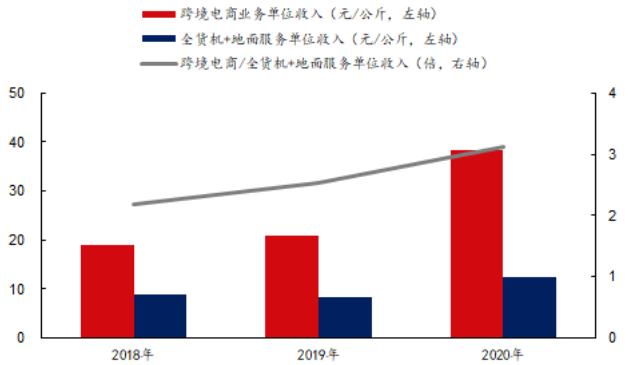
资料来源: 公司公告, Wind, 国联证券研究所

图表68: 公司跨境电商解决方案图示



资料来源: 公司官网, 国联证券研究所整理

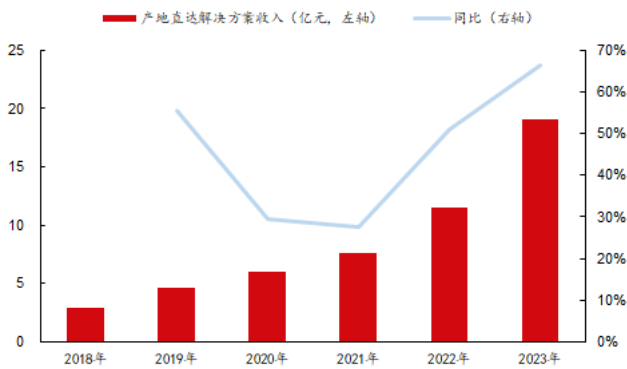
图表69: 2018-2020年跨境电商业务与全货机+地面服务单位收入比较



资料来源: 公司公告, Wind, 国联证券研究所

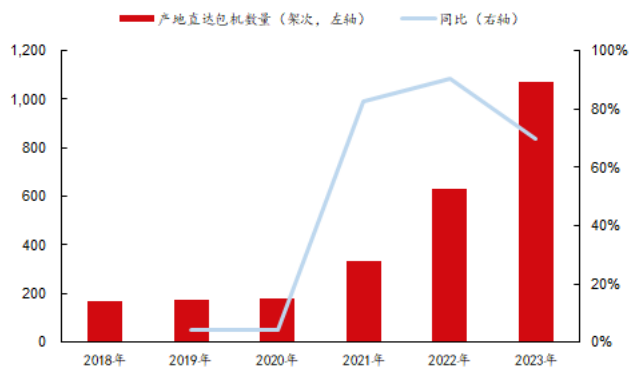
公司持续发力生鲜冷链和传统普货市场, 相关业务收入不断增长。除跨境电商业务外, 公司还积极开拓生鲜冷链、航空器材、高科技、汽车供应链等细分领域客户。2023年, 公司产地直达解决方案实现收入19.1亿元, 同比+66.5%; 2018-2023年复合增长率45.2%; 同期, 公司产地直达包机达到1,072架次, 同比+69.6%。受航空普货(高科技产品、机电产品等)需求出现大幅下滑影响, 2023年定制化物流解决方案收入3.3亿元, 同比-49.3%; 但是完成货量26,158吨, 同比+9.8%。预计随着生鲜进口市场的不断发展和航空普货市场的逐步复苏, 公司相关业务也将进一步发展。

图表70：2018-2023年产地直达解决方案收入（亿元）



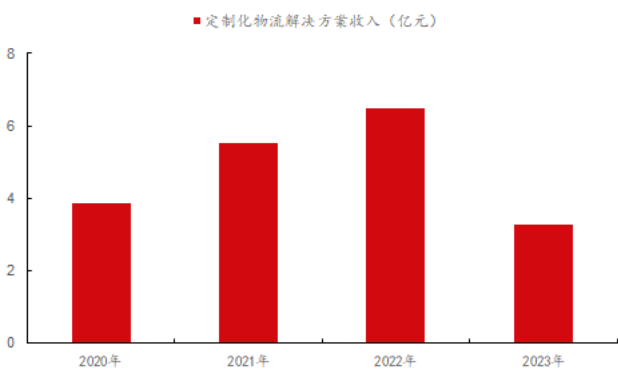
资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表71：2018-2023年产地直达包机数量（架次）



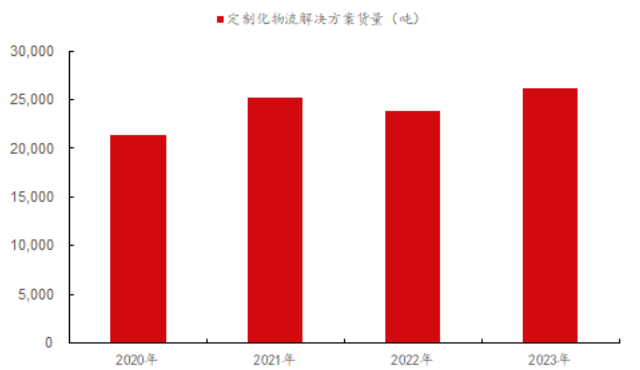
资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表72：2020-2023年定制化物流业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

图表73：2020-2023年定制化物流业务货量（吨）



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

航空速运业务：受益于跨境电商平台出海需求旺盛，带动空运运价上行，公司全货机利润弹性有望释放。2024-2026年，我们预计相关业务收入分别为104.0、117.3、126.6亿元，同比分别+14.1%、+12.7%、+7.9%；毛利分别为28.4、32.6、35.8亿元，同比分别+26.8%、+14.7%、+9.8%；毛利率分别为27.3%、27.8%、28.3%。

地面综合服务业务：公司卡位上海机场货站核心资源，毛利率稳定，收入和毛利有望随着货量规模增长而稳步提高。我们假设毛利率稳定在38%，预计2024-2026年，相关业务收入分别为27.6、30.4、32.8亿元，同比分别+16.7%、+10.0%、+8.0%；毛利分别为10.5、11.5、12.5亿元，同比分别+9.6%、+10.0%、+8.0%。

综合物流解决方案：公司借助“天网+地网”的竞争优势，为跨境电商、先进制造业、生鲜冷链等行业客户提供“一站式”物流服务，附加值高，打造第二增长曲线。

2024-2026年，我们预计相关业务收入分别为120.6、159.5、191.2亿元，同比分别+32.2%、+32.3%、+19.8%；毛利分别为19.2、22.1、25.5亿元，同比分别+55.5%、+15.3%、+15.3%；毛利率分别为15.9%、13.9%、13.3%。

图表74：2024-2026年公司主要业务业绩测算

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
航空速运业务					
收入 (亿元)	132.8	91.2	104.0	117.3	126.6
yoy		-31.4%	14.1%	12.7%	7.9%
毛利 (亿元)	46.5	22.4	28.4	32.6	35.8
yoy		-51.8%	26.8%	14.7%	9.8%
毛利率	35.0%	24.6%	27.3%	27.8%	28.3%
地面综合服务					
收入 (亿元)	23.5	23.7	27.6	30.4	32.8
yoy		0.6%	16.7%	10.0%	8.0%
毛利	4.4	9.6	10.5	11.5	12.5
yoy		119.7%	9.6%	10.0%	8.0%
毛利率	18.5%	40.5%	38.0%	38.0%	38.0%
综合物流解决方案					
收入 (亿元)	78.2	91.3	120.6	159.5	191.2
yoy		16.7%	32.2%	32.3%	19.8%
毛利	14.1	12.3	19.2	22.1	25.5
yoy		-12.6%	55.5%	15.3%	15.3%
毛利率	18.1%	13.5%	15.9%	13.9%	13.3%

资料来源：iFinD，国联证券研究所预测

我们预计，公司2024-2026年营业收入分别为252.4、307.3、350.7亿元，同比分别+22.4%、21.8%、14.1%，3年CAGR为19.4%；归母净利润分别为32.5、36.9、41.2亿元，同比分别+30.6%、+13.6%、+11.5%，3年CAGR为18.3%；EPS分别为2.05、2.33、2.60元/股。

图表75：2024-2026年公司盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	234.7	206.2	252.4	307.3	350.7
yoy		-12.1%	22.4%	21.8%	14.1%
归母净利润 (亿元)	36.4	24.9	32.5	36.9	41.2
yoy		-31.6%	30.6%	13.6%	11.5%
EPS (元/股)	2.29	1.57	2.05	2.33	2.60

资料来源：iFinD，国联证券研究所预测

4.2 投资建议

鉴于跨境空运行业景气上行，运价有望持续走高，公司航空速运业务利润弹性有望释放。同时，公司卡位上海机场货站核心资源，盈利能力稳定，地面综合服务收入和盈利水平有望随着货量规模增长而稳步提高。此外，公司借助“天网+地网”的竞争优势，为跨境电商、先进制造业、生鲜冷链等行业客户提供“一站式”综合物流解决方案，打造第二增长曲线。综上所述，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

全球经济复苏不及预期。若全球经济复苏乏力，国际贸易需求恢复缓慢，国际空运进出口货量增长不及预期，从而影响公司航空速运和地面综合服务业务。

海外国家对于中国跨境电商平台出台限制政策。中国跨境电商平台出海，可能会面临海外国家的政策限制，如提高相关电商商品的关税或取消相关商品的关税优惠，从而导致空运出口需求增长不及预期，进而影响公司业务发展。

全货机运力新增供给超预期增加。全货机运力超预期交付会影响国际空运行业供需格局，导致供过于求，造成运价下降，从而影响公司航空速运业务盈利弹性。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9533	9243	11351	14678	18048
应收账款+票据	1982	1733	2258	2749	3137
预付账款	189	223	187	228	260
存货	37	34	44	54	62
其他	184	351	264	322	367
流动资产合计	11924	11583	14104	18031	21875
长期股权投资	0	32	31	31	30
固定资产	12521	15072	15298	15468	15415
在建工程	233	354	327	150	150
无形资产	323	299	287	275	263
其他非流动资产	1067	1408	1304	1335	1599
非流动资产合计	14144	17165	17247	17259	17458
资产总计	26068	28748	31351	35290	39332
短期借款	558	0	0	0	0
应付账款+票据	1078	1818	1630	2022	2323
其他	4147	3753	4363	5410	6212
流动负债合计	5783	5571	5993	7432	8535
长期带息负债	5427	6038	5415	4729	4115
长期应付款	4	0	0	0	0
其他	169	160	160	160	160
非流动负债合计	5600	6197	5575	4889	4275
负债合计	11383	11769	11568	12321	12810
少数股东权益	1162	1526	2055	2655	3324
股本	1588	1588	1588	1588	1588
资本公积	3663	3663	3663	3663	3663
留存收益	8273	10203	12478	15064	17948
股东权益合计	14685	16980	19783	22969	26522
负债和股东权益总计	26068	28748	31351	35290	39332

现金流量表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	4291	2853	3779	4294	4789
折旧摊销	1202	1564	1218	1287	1101
财务费用	252	329	242	200	157
存货减少(增加为“-”)	2	3	-10	-10	-8
营运资金变动	-200	475	9	839	630
其它	-126	13	53	54	51
经营活动现金流	5422	5238	5291	6664	6720
资本支出	-1622	-566	-1300	-1300	-1300
长期投资	0	-34	0	0	0
其他	371	19	-43	-43	-43
投资活动现金流	-1251	-581	-1343	-1343	-1343
债权融资	4709	53	-623	-686	-614
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-8853	-4951	-1217	-1309	-1393
筹资活动现金流	-4144	-4898	-1840	-1994	-2007
现金净增加额	72	-273	2108	3327	3370

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	23470	20621	25239	30733	35066
营业成本	16964	16180	19421	24099	27681
营业税金及附加	80	44	65	79	90
营业费用	244	202	268	326	372
管理费用	434	363	455	555	633
财务费用	252	329	242	200	157
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
投资净收益	35	1	15	15	15
其他	190	244	220	220	221
营业利润	5721	3749	5024	5710	6369
营业外净收益	1	6	3	3	3
利润总额	5722	3754	5027	5713	6371
所得税	1431	902	1248	1418	1582
净利润	4291	2853	3779	4294	4789
少数股东损益	654	364	528	600	669
归属于母公司净利润	3637	2488	3251	3694	4120

财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	5.59%	-12.14%	22.39%	21.77%	14.10%
EBIT	4.82%	-31.66%	29.03%	12.23%	10.41%
EBITDA	3.17%	-21.30%	14.86%	11.01%	5.96%
归属于母公司净利润	0.27%	-31.58%	30.64%	13.64%	11.53%
获利能力					
毛利率	27.72%	21.54%	23.05%	21.59%	21.06%
净利率	18.28%	13.83%	14.97%	13.97%	13.66%
ROE	26.89%	16.10%	18.34%	18.18%	17.76%
ROIC	75.94%	22.22%	25.04%	27.19%	30.54%
偿债能力					
资产负债率	43.67%	40.94%	36.90%	34.91%	32.57%
流动比率	2.1	2.1	2.4	2.4	2.6
速动比率	2.0	2.0	2.3	2.4	2.5
营运能力					
应收账款周转率	11.8	11.9	11.2	11.2	11.2
存货周转率	457.4	478.4	446.3	446.3	446.3
总资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.9	0.9
每股指标(元)					
每股收益	2.3	1.6	2.0	2.3	2.6
每股经营现金流	3.4	3.3	3.3	4.2	4.2
每股净资产	8.5	9.7	11.2	12.8	14.6
估值比率					
市盈率	7.1	10.4	7.9	7.0	6.3
市净率	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	3.4	4.2	3.8	3.0	2.5
EV/EBIT	4.0	5.8	4.6	3.6	2.9

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年07月22日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼