

2024年11月18日

东航物流(601156.SH)

投资评级：买入(首次)

——航空货运龙头，享跨境物流景气

证券分析师

孙延

SAC: S1350524050003

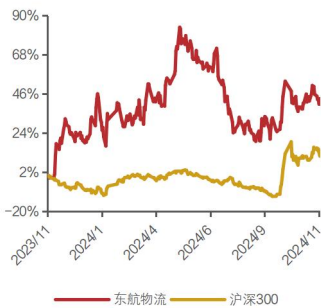
sunyan01@huayuanstock.com

王惠武

SAC: S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

市场表现:



基本数据 2024年11月15日

收盘价(元)	16.90
一年内最高/最低(元)	22.35/11.80
总市值(百万元)	26,829.69
流通市值(百万元)	15,963.66
总股本(百万股)	1,587.56
资产负债率(%)	33.32
每股净资产(元/股)	11.03

资料来源:聚源数据

投资要点:

- 东航物流：航空货运龙头，国际货运景气助力业绩高增。**东航物流前身为上海东方远航物流有限公司，成立于2004年8月，并于2021年上交所上市，成为国内首家货运上市公司。公司通过天网+地网构建全方位、立体化的物流网络，为客户提供从提货、仓储、运输到配送的一站式综合物流解决方案，目前公司业务主要由航空速运、综合物流解决方案和地面综合服务三部分构成，2023年收入占比分别为44%/44%/12%，毛利占比分别为51%/28%/22%。航空速运业务为公司基本盘，其中货机业务享受国际货运价格弹性，综合物流解决方案享跨境电商物流高景气，为公司第二成长曲线，地面综合服务卡位核心货站资源，盈利能力较为稳定。
- 航空货运供需改善，运价景气有望持续提升。**1)需求：国内需求随经济复苏而提升，跨境电商驱动国际运输需求增长。测算下2024-2026年整体航空货运需求同比增长11.2%/11.1%/9.9%，其中跨境电商高增有望推动国际航空运输需求同比增长21.4%/19.7%/16.0%；2)供给：客机腹舱增长较缓，货机运力供给增长整体可控。考虑到国际航班恢复及机队增长，测算下，供给增速约为6.0%/4.9%/4.7%，其中国际运力供给增速约为20.7%/13.4%/11.5%3)跨境电商旺季将至，国际货运运价景气有望持续提升：2024Q4，传统旺季运价弹性有望显现。中长期来看，供需增速错配有望持续提升运价景气。
- 公司运价弹性显著，第二成长曲线可期。**1)公司通过中货航下14架全货机及东航的近800架客机腹舱提供干线运输服务，2024年行业供需改善下，货机业务业绩弹性凸显。测算下10%运价波动或影响全年归母净利润5.26亿元；2)公司依托干线资源向供应链业务延伸，深耕跨境电商业务客户，随着跨境电商平台发力出海，公司综合物流业务有望成为第二成长曲线；3)公司卡位优质货站资源，提供地面综合服务，随着后续货站项目逐步投产，盈利有望稳步提升。
- 投资建议：**公司为航空货运龙头，受益于跨境电商高景气，航空货运需求改善有望推动运价上行，公司业绩弹性可期，中长期看，公司卡位运力资源，业务向产业链延伸，收入及盈利能力均有提升空间。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别30.5/36.7/43.4亿元，对应PE分别为8.8x/7.3x/6.2x，参考中国外运，华贸物流等可比公司估值，2024年可比公司平均估值约为11倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。**1)货运需求增长不及预期；2)综合物流解决方案拓客不及预期；3)货机引进不及预期；4)油价大幅变动导致成本预测不及预期

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23,470	20,621	25,446	29,679	34,513
同比增长率(%)	5.59%	-12.14%	23.40%	16.64%	16.29%
归母净利润(百万元)	3,637	2,488	3,051	3,671	4,336
同比增长率(%)	0.27%	-31.58%	22.61%	20.34%	18.09%
每股收益(元/股)	2.29	1.57	1.92	2.31	2.73
ROE(%)	26.89%	16.10%	16.91%	17.35%	17.46%
市盈率(P/E)	7.38	10.78	8.79	7.31	6.19

资料来源:公司公告,华源证券研究所预测

投资案件王惠武

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 30.5/36.7/43.4 亿元，对应 PE 分别为 8.8x/7.3x/6.2x，参考中国外运，华贸物流等可比公司估值，2024 年可比公司平均估值约为 11 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 航空速运：货运量随机队扩张及飞机利用率提升而提升，2024-26 年吨公里收益随跨境电商景气提升而同比改善。预计 2024-2026 年内航空速运业务收入分别为 111.7/129.5/149.1 亿元，同比 +22.3%/+15.9%/+15.1%，毛利率为 24.0%/25.4%/26.7%；

2) 综合物流解决方案：预计跨境电商及产地直达解决方案业务量保持较快增长，预计 2024-2026 年综合物流解决方案收入分别为 115.8/139.0/166.3 亿元，同比 +27.0%/+20.0%/+19.6%，毛利率为 15%/15%/15%；

3) 地面综合服务：业务量整体较为稳定，暂不考虑货站投产下带来的业务量提升，毛利率整体稳定，预计 2024-2026 年收入分别为 26.8/28.2/29.6 亿元，同比 +13.1%/+5.2%/+5.0%，毛利率为 40%/40%/40%；

4) 其他业务：2024-2026 年收入分别为 11/11/11 亿元，同比+0%/+0%/+0%，毛利率为 76.5%/76.5%/76.5%；

5) 费用端：预计 2024-2026 年公司销售费用率，管理费用率以及财务费用率随收入增加规模效应显现以及公司管控费用而逐步回落。

投资逻辑要点

公司为航空货运龙头，受益于跨境电商高景气，航空货运需求改善有望推动运价上行，公司业绩弹性可期，中长期看，公司卡位运力资源，业务向产业链延伸，收入及盈利能力均有提升空间。

核心风险提示

1) 货运需求增长不及预期；2) 综合物流解决方案拓客不及预期；3) 货机引进不及预期；4) 油价大幅变动导致成本预测不及预期

内容目录

1. 东航物流：航空货运龙头，布局多元化综合物流解决方案	6
1.1. 民航混改第一股，2021 年上市	6
1.2. 以航空货运为核心，提供一站式物流方案	7
2. 航空货运供需改善，运价景气有望持续提升	9
2.1. 需求：跨境物流景气驱动国际运输需求增长	9
2.2. 供给：客机腹舱增长较缓，货机增长整体可控	13
2.3. 供需结构持续改善，运价具备提升空间	14
3. 航空速运业务运价弹性显著，综合物流解决方案成长可期	16
3.1. 航空速运中货机业务运价弹性显著	16
3.2. 跨境电商高增长，综合物流解决方案为公司第二成长曲线	17
3.3. 地面综合服务盈利较为稳定，货站投产有望提供增量	18
4. 盈利预测与评级	20
4.1. 盈利预测	20
4.2. 投资建议	21
5. 风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司历史发展进程.....	6
图表 2: 股权结构 (截至 2024H1)	6
图表 3: 主营业务图示	7
图表 4: 航网体系及地面综合体系一览.....	7
图表 5: 2016-2023 公司分业务收入 (百万元)	8
图表 6: 2016-2023 年公司归母净利润 (百万元)	8
图表 7: 2016 至 2023 年公司毛利及毛利率变化 (百万元)	9
图表 8: 2016-2023 年公司毛利率变化.....	9
图表 9: 2016-2023 年公司各项费用率变化情况.....	9
图表 10: 2010-2023 我国民航货邮运输量 (单位: 万吨)	10
图表 11: 2010-2023 民航国内/国际货邮运输量 (单位: 万吨)	10
图表 12: 国际民航货邮运输量 (单位: 万吨)	10
图表 13: 2013-2023 中国进出口总额 (单位: 亿元)	10
图表 14: 近期行业政策一览.....	11
图表 15: 2013-2023 跨境电商交易规模 (单位: 万亿元)	11
图表 16: 2013-2023 跨境电商 B2B/B2C 规模 (单位: 万亿元)	11
图表 17: TEMU 营业收入 (单位: 十亿美元)	12
图表 18: SHEIN 营业收入 (单位: 十亿美元)	12
图表 19: 2017-2023 年直邮模式及海外仓模式市场规模 (单位: 十亿元)	12
图表 20: 航空需求测算.....	13
图表 21: 2018-2023 年客运和货运飞机数量 (架)	13
图表 22: 2021-2023 年新增客运与货运飞机数量 (架)	13
图表 23: 2019 及 2023-2026 年各区域国际客运航班数量 (班次)	14
图表 24: 2023-2026 年客机腹舱运输能力及增速预测 (万吨)	14
图表 25: 2020-2026 年货运客机分机型数量 (架)	14
图表 26: 2023-2026 年货机运输能力及增速预测 (万吨)	14
图表 27: 2024-2026 年航空货运供需增速.....	15
图表 28: 2024-2026 年国际航线航空货运供需增速.....	15
图表 29: 2019-2024 年 TAC 航空货运指数.....	15

图表 30: 2018-2023 年全货机数量变化情况 (架)	16
图表 31: 2018-2023 年客机以及货机吨公里收入 (元/吨公里) 与 TAC 上海出境航空货运指数	16
图表 32: 2016-2023 年客机腹舱运输和全货机运输收入 (百万元)	17
图表 33: 航空速运业务总毛利率以及分业务毛利率情况 (%)	17
图表 34: 全货机运价利润敏感性	17
图表 35: 公司综合物流解决方案	18
图表 36: 2018-2023 年公司综合物流解决方案毛利 (百万元) 及毛利率	18
图表 37: 2016-2023 年综合物流解决方案收入 (百万元)	18
图表 38: 2018-2023 年跨境电商货量 (万吨) 及增速 (%)	18
图表 39: 地面综合服务业务	19
图表 40: 2016-2023 年地面综合服务业务毛利 (百万元) 及毛利率 (%)	19
图表 41: 地面综合服务收入 (百万元)	20
图表 42: 地面综合服务收入增速、货物重量增速	20
图表 43: 东航物流浦东机场货站资源一览 (截至 2024H1)	20
图表 44: 东航物流估值模型核心假设	21
图表 45: 可比公司估值	21

1. 东航物流：航空货运龙头，布局多元化综合物流解决方案

1.1. 民航混改第一股，2021 年上市

东航物流前身为上海东方远航物流有限公司，成立于 2004 年 8 月，由东航股份、中货航和中远集团三家公司共同持有股份。2012 年，东航股份为了整合资源并加强与客运部门的协同效应，斥资 5.81 亿元人民币收购了中货航和中远集团所持有的东方远航物流股份，并于同年向东远物流增资 9.5 亿元人民币。2013 年 7 月，公司更名为东方航空物流有限公司，成为东航集团的全资子公司。2017 年，东航物流开展外部资本引入工作，联想控股、珠海普东物流、德邦股份、绿地投资公司以及天津睿远等五家公司参与投资，成为国内三大航空公司中首家完成外部资本注入的物流公司。东航物流于 2021 年 6 月在上交所正式上市，成为国内航空货运第一上市公司。

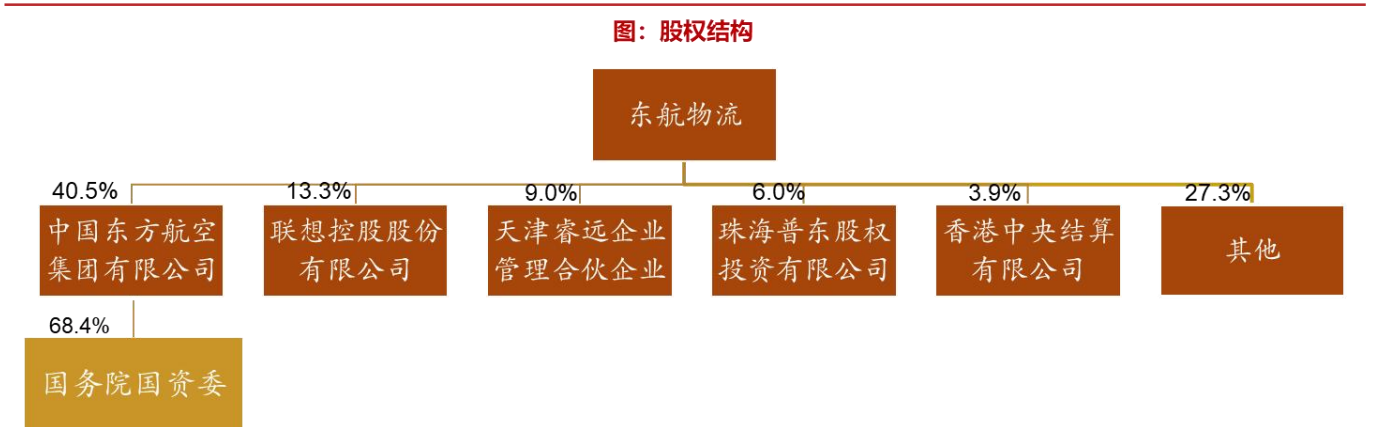
公司为国内首批、民航首家混改试点企业，目前实控人为东航集团。截至 24 年 6 月，东航集团以 40.5% 的占股比例为公司的第一大股东，第二大股东联想控股持股 13.3%。天津睿远为公司员工持股平台，共 169 位核心员工通过平台对公司间接持股。2024 年 8 月，公司实控人中国东方航空集团有限公司的全资子公司东方航空产业投资有限公司受让公司员工持股计划项下的部分员工持有的部分合伙份额，东航产投通过天津睿远间接持有公司 3.50% 的股份。

图表 1：公司历史发展进程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 2：股权结构（截至 2024H1）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 以航空货运为核心，提供一站式物流方案

以航空物流为主业，布局发力多元化综合物流解决方案。公司通过天网+地网构建全方位、立体化的物流网络，为客户提供从提货、仓储、运输到配送的一站式综合物流解决方案，目前公司业务主要由**航空速运**、**综合物流解决方案**和**地面综合服务**三部分构成。航空速运主要包括全货机运输和客机腹舱运输，公司通过中货航的货机及东方航空的客机为客户提供航空货运物流服务；综合物流解决方案包括跨境电商、产地直达、定制化物流解决方案和同业项目供应链等；地面综合服务包括货站操作、多式联运和仓储业务等。

图表 3：主营业务图示



资料来源：公司公告，华源证券研究所

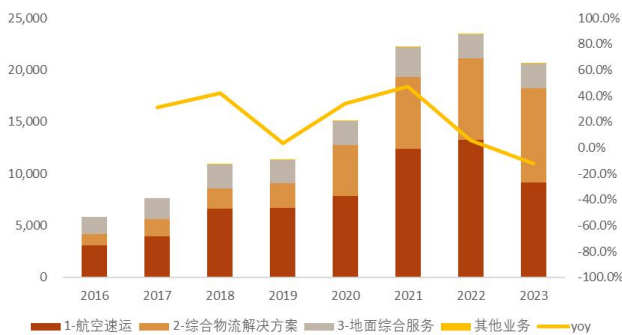
图表 4：航网体系及地面综合体系一览

上海为核心枢纽，广深为重要布局，全面的天网体系。	
全货机国际航网	14架 B777 全货机。
客机全球航网	独家经营近 800 架客机
货运业务生鲜速运航网	“核心干线+季节性航线+地面运力”
“货站操作+仓储+配送”的地面综合服务体系	
枢纽机场货站	17个自营货站
冷链仓储	浦东、虹桥货站拥有冷库约 8,900 m ³ ，全程冷链解决方案
多式联运	加强与上海机场、中铁快运的合作
海外网络	19个境外分支机构

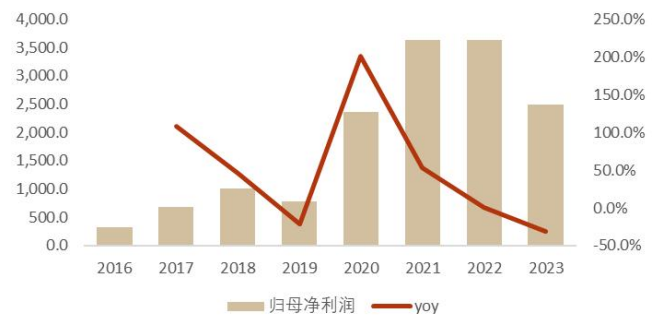
资料来源：公司公告，华源证券研究所

疫后跨境物流景气驱动收入利润增长，2023 年客机腹舱市场恢复下收入及利润有所回落。从收入结构来看，航空速运为公司基本盘，2016-2022 年收入占比在 50%以上，其中全货机业务受运价波动影响明显。综合物流业务为公司第二成长曲线，主要为客户提供综合解决方案，随着业务量逐步增加，综合物流业务收入占比逐年提升。地面综合服务以货站收入为主，公司布局核心货站资源，整体经营稳健。2023 年航空速运，综合物流解决方案及地面综合服务业务收入占比分别为 44%/44%/12%，毛利占比分别为 51%/28%/22%。

2020-2022 年国际客运航班因防疫要求大幅下降，航空货运价格持续提升，公司收入归母净利润实现较大增长，2020-2022 收入由 151.1 亿元提升至 234.7 亿元，归母净利润由 23.7 亿元提升至 36.4 亿元，CAGR 分别为 24.6%，23.9%。2023 年航空货运市场恢复常态化，国际航空运力供给显著增加，客机腹舱快速恢复，运价同比下降，同时传统空运货物需求出现较大幅度下滑，公司营收及利润分别为 206.2 亿元与 24.9 亿元，同比下滑 12.1%与 31.6%。

图表 5：2016-2023 公司分业务收入（百万元）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

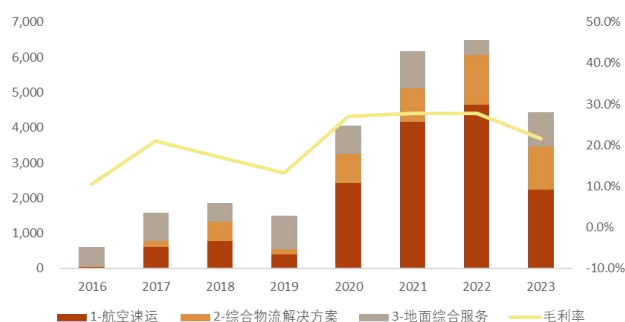
图表 6：2016-2023 年公司归母净利润（百万元）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司毛利率受航空运价影响而波动，2023 年因运价回落有所下降。从业务角度看，公司航空速运及综合物流解决方案主要依托干线运力为客户提供航空货运相关服务，收入及盈利能力受航空货运价格影响。2019-2022 年公司毛利由 15.0 亿元提升至 65.1 亿元，CAGR 为 63.2%，毛利率由 13.2%提升至 27.7%，主要由于 1) 疫情后，供给侧要素资源紧缺，运价大幅上升，航空速运业务毛利变动较大，由 2019 年的 4.0 亿元提升至 2022 年的 46.5 亿元，CAGR 为 126.2%，毛利率由 6.0%提升至 35.0%；2) 公司深耕细分市场，提供“一站式”物流解决方案的能力增强，直客拓展取得明显成效，综合物流解决方案保持较快增长，毛利额由 2019 年的 1.4 亿元提升至 2022 年的 14.1 亿元，CAGR 为 116.2%，毛利率由 5.9%提升至 18.1%。

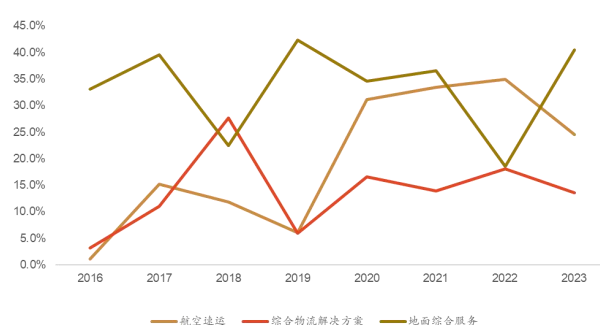
2023 年公司毛利下滑至 44.4 亿元，同比下滑 31.7%，毛利率为 21.5%。主要由于空运价格下滑，航空速运业务毛利同比下滑 51.8%，毛利率回落至 24.6%，综合物流解决方案毛利同比下滑 12.6%，毛利率回落至 13.5%。

图表 7：2016 至 2023 年公司毛利及毛利率变化(百万元)



资料来源：公司公告，华源证券研究所

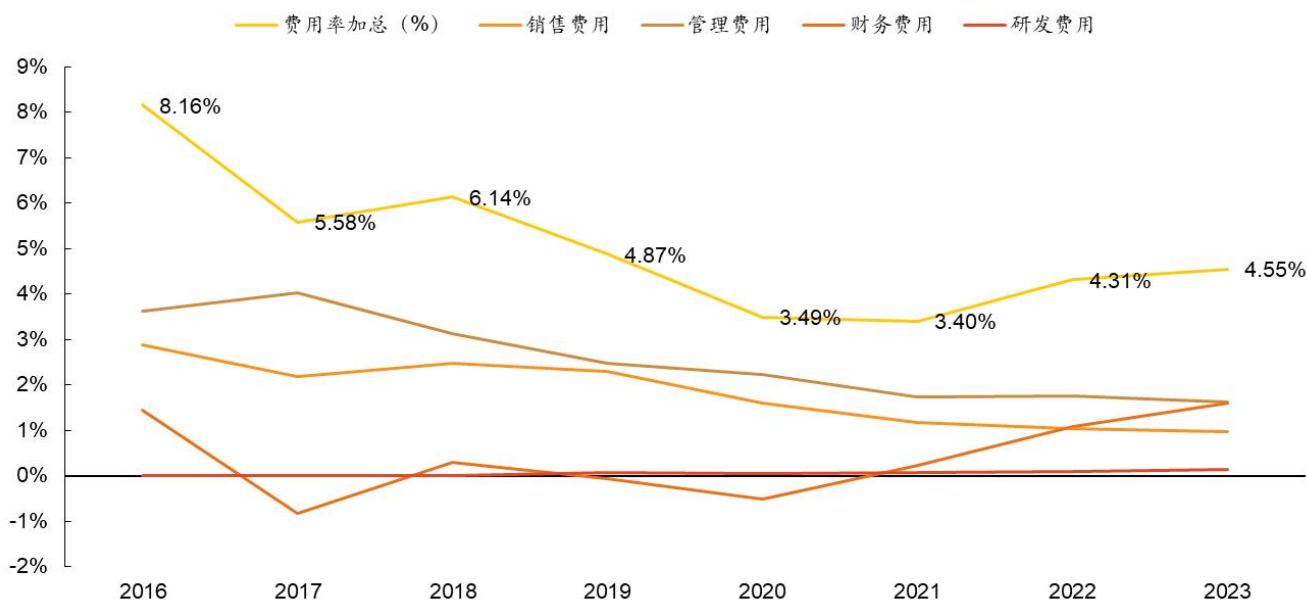
图表 8：2016-2023 年公司毛利率变化



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司费用率略有波动，其中销售费用与管理费用率持续改善，主因公司逐步引入数字化系统,优化业务结构,提高管理效率。研发费用率由 2019 年的 0.06% 提升至 2023 年的 0.15%，主因公司全面推动 EOS 新货站业务系统，不断投入研发以提升服务质量和效率。财务费用率 2019 至 2023 年由 -0.1% 提升至 1.6%，主因公司增融资租赁引进飞机产生利息费用。

图表 9：2016-2023 年公司各项费用率变化情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 航空货运供需改善，运价景气有望持续提升

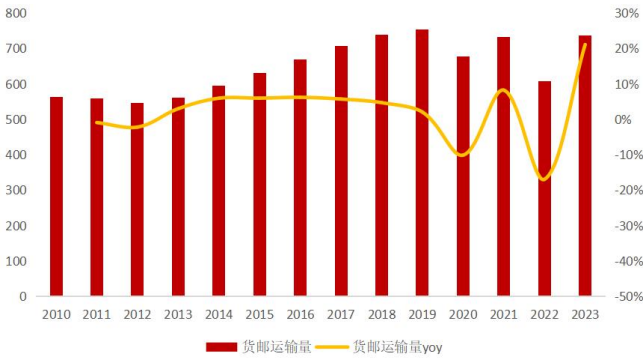
2.1. 需求：跨境物流景气驱动国际运输需求增长

航空货运由于 1) 运输时效性高，运输速度快；2) 破损率低、安全性好；3) 空间跨度大，不受地面限制等特点，主要适用于运输小件商品、鲜活商品、季节性商品及贵重商品等高附加值货物，主要服务的客户多为电子商务、科技制造、医药、汽车、奢侈品等领域的 B/C

端客户。

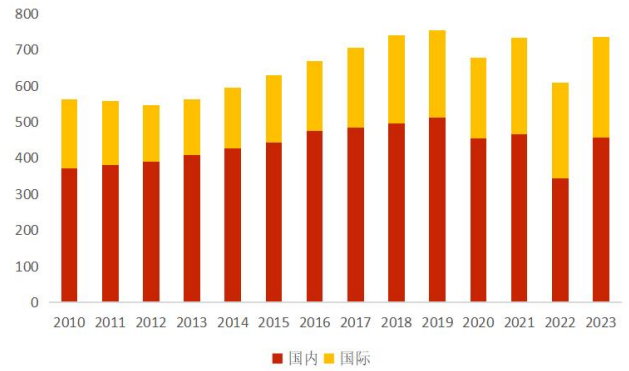
根据民航局数据，行业整体运输规模经历了三个变化阶段：1) 2012-2019：受到全球贸易和供应链需求的驱动，跨境电商开始发展，行业整体运输规模（包含港澳台航线）稳步提升，我国民航货邮运输量年复合增速为 4.73%，18 年受美国关税政策影响，国际运输规模占比下降。2) 2020-2022：2020 年受疫情冲击，我国民航货邮运输量同比回落 10%，2021 年和 2022 年防疫物资出口拉动国际运输规模的提升，但受封控政策影响，货邮运输量 2020-2022 年复合增速约为-5.24%；3) 2023：随着全球疫情缓解，国内市场回归、恢复生产，整体运输规模基本恢复至 2019 年的峰值水平，货邮运输量达到 735.4 万吨。国际航空货运受中国新兴跨境电商平台 Shein、Temu、Tiktok 带来的增量带动，市场规模创历史新高。

图表 10：2010-2023 我国民航货邮运输量（单位：万吨）



资料来源：中国民航局，华源证券研究所

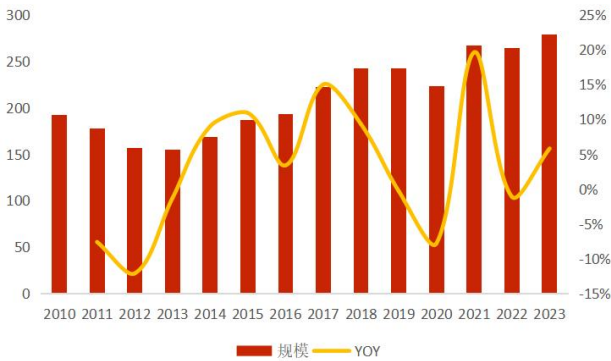
图表 11：2010-2023 民航国内/国际货邮运输量（单位：万吨）



资料来源：中国民航局，华源证券研究所

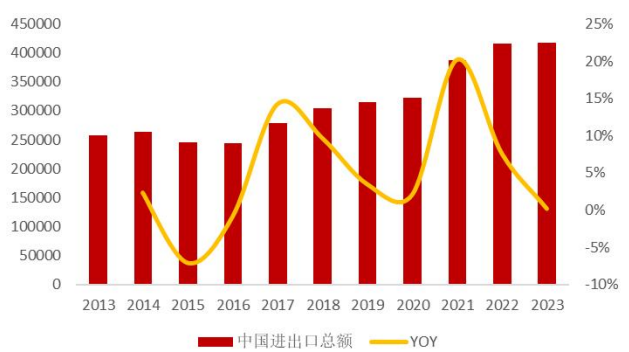
2010-2023 年，国际货邮运输规模由 192.6 万吨提升至 278.99 万吨，年复合增速(CAGR)约为 2.89%。我们预计未来国际航空货运需求将随着以下因素影响而保持增长：1) 全球经济复苏，货物贸易需求将推动国际航运增加；2) 政策导向明确，标准规范密集出台；3) 跨境电商 (Shein、Temu、Tiktok 等) 的快速发展，将带动跨境出口持续提升。

图表 12：国际民航货邮运输量（单位：万吨）



资料来源：中国民航局，华源证券研究所

图表 13：2013-2023 中国进出口总额（单位：亿元）



资料来源：海关总署，华源证券研究所

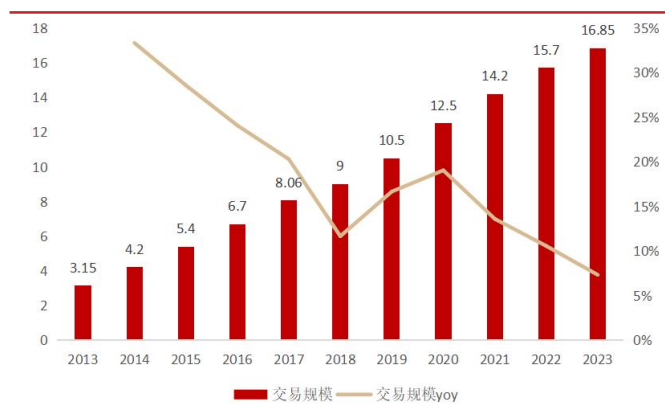
图表 14：近期行业政策一览

时间	颁布单位	相关政策
2018.12	民航局	《新时代民航强国建设行动纲要》
2019.07	国务院	《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区总体方案》
2019.08	中共中央、国务院	《交通强国建设纲要》
2020.04	民航局	《货邮飞行航班时刻配置政策》
2020.07	民航局、海关总署	《推进航空口岸便利化战略合作备忘录》
2020.08	民航局	《关于促进航空货运设施发展的意见》
2022.02	国家发改委等 13 个部门和单位	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》
2022.04	民航局	《国际货运航权配置规则》
2022.07	国务院	《“十四五”航空物流发展专项规划》
2023.01	民航局	《航空货站收货工作规范》

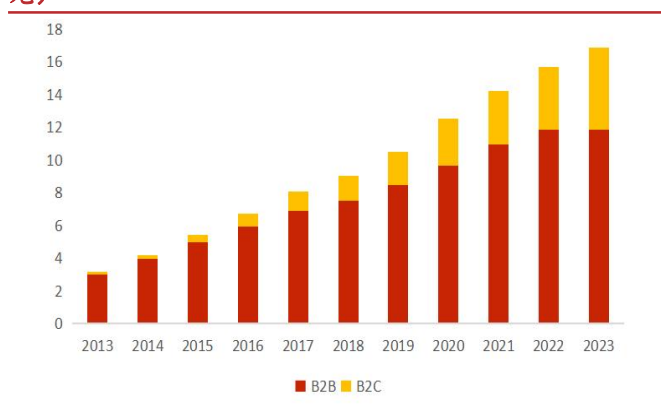
资料来源：政府官网，华源证券研究所

我国跨境电商市场近年来保持较快增长，预计随着 Shein/Temu 等跨境电商平台的快速发展，跨境电商市场 B2C 物流市场规模有望持续提升：我国跨境电商市场货物性价比较高、种类丰富，近年来发展迅速，根据网经社数据，我国出口交易规模从 2013 年的 3.15 万亿元增长至 2023 年的 16.85 万亿元，年复合增长率（CAGR）约为 18.3%。从跨境电商结构来看，由于全球消费者对个性化、快速交付以及价格透明度的需求增加，以及供应链的创新和营销方式的改变，跨境电商平台逐渐从传统的 B2B 模式向 B2C 转变，2018-2023 年 B2B 及 B2C 市场复合增速分别为 9.58%，27.13%。

根据 statista 数据，2022 年亚马逊 GMV 为 6928 亿美元，而 Shein 仅为约 290 亿，Temu 则刚起步。依托我国柔性供应链带来的高效率、高性价比优势，我国跨境电商平台竞争力有望不断提升，抢占海外的市场份额，根据 ECDB 测算，2019-2023 年，Shein 在线净销售额从 2019 年的 31.5 亿美元提升至 2023 年的 365 亿美元，CAGR 约为 84.5%，Temu 的 GMV 将从 2023 年的 190 亿美元增长至 2024 年的 300 亿美元，同比增长约 58%。商流决定物流下，B2C 物流市场规模有望持续提升。

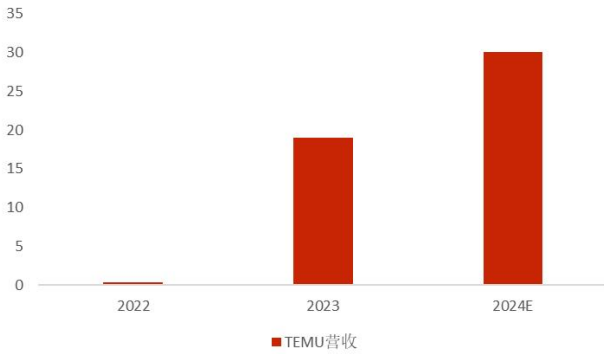
图表 15：2013-2023 跨境电商交易规模（单位：万亿元）


资料来源：网经社，华源证券研究所

图表 16：2013-2023 跨境电商 B2B/B2C 规模（单位：万亿元）


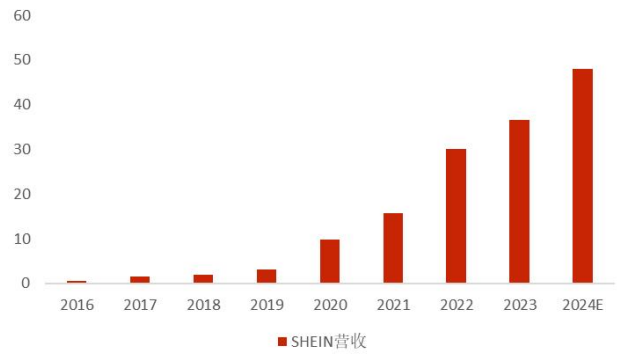
资料来源：网经社，华源证券研究所

图表 17: TEMU 营业收入 (单位: 十亿美元)



资料来源: ECDB, 华源证券研究所

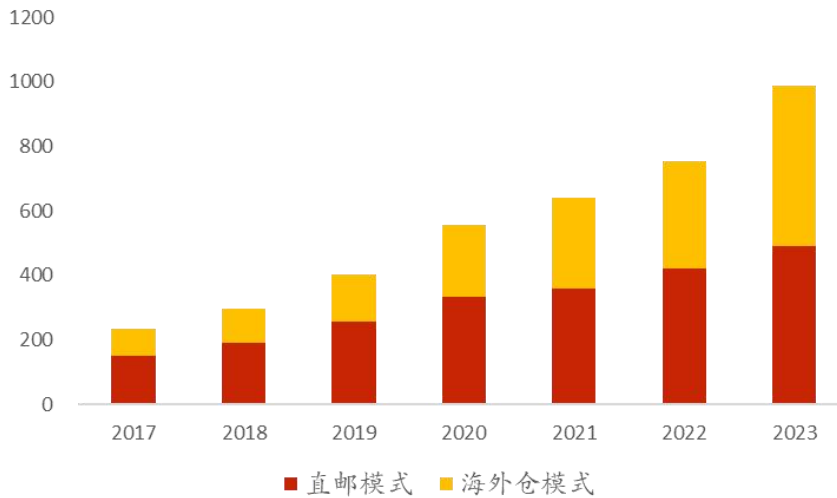
图表 18: SHEIN 营业收入 (单位: 十亿美元)



资料来源: businessofapps, 华源证券研究所

预计直邮模式仍将占据跨境电商 B2C 物流中的较大份额。根据易达云招股书和网经社数据, 2023 年跨境电商物流 B2C 市场规模约为 9867 亿元, 主要通过直邮/海外仓等方式运营, 其中直邮规模占比约为 50%。由于跨境电商货品结构丰富, 备货难度高, 预计直邮模式仍将占据跨境电商物流中较大的市场份额。随着跨境电商 B2C 物流渗透率提升, 我们预计 2026 年直邮及海外仓模式市场规模分别为 6999 和 8547 亿元, 对应 24-26 年 CAGR 分别为 11.9%/18.5%。

图表 19: 2017-2023 年直邮模式及海外仓模式市场规模 (单位: 十亿元)



资料来源: 网经社, 易达云招股书, 华源证券研究所

测算下航空货运需求有望保持持续增长, 其中国际货运需求有望随跨境物流需求提升而保持景气。跨境电商根据民航局和 seabury 数据, 2023 年我国货邮运输量为 735.4 万吨, 其中国际航空运输量为 279 万吨, 测算下跨境电商货量约为 114.4 万吨, 我们预计国内货运市场有望随经济复苏保持增长, 国际市场有望随跨境电商平台出海, 跨境物流需求提升而保持景气。测算下我们预计 2024-2026 年整体航空货运需求有望同比增长 11.2%/11.1%/9.9%, 其中国际货运需求同比增长 21.4%/19.7%/16.0%。

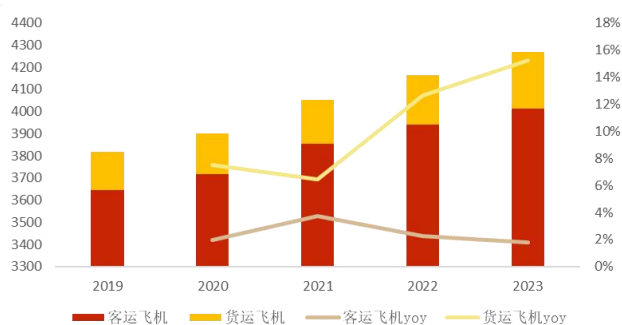
图表 20：航空需求测算

航空需求测算(万吨)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
国际航空运输规模	263.8	279	338.7	405.4	470.5
YOY		5.8%	21.4%	19.7%	16.0%
跨境电商货量	108.2	114.4	165.9	223.9	279.9
YOY		5.7%	45%	35%	25%
普货货量	155.6	164.6	172.8	181.5	190.5
YOY		5.8%	5%	5%	5%
国内航空运输规模	343.8	456.4	479.2	503.2	528.3
YOY		32.7%	5%	5%	5%
总需求	607.6	735.4	795.1	863.4	942.3
YOY		21%	11.2%	11.1%	9.9%

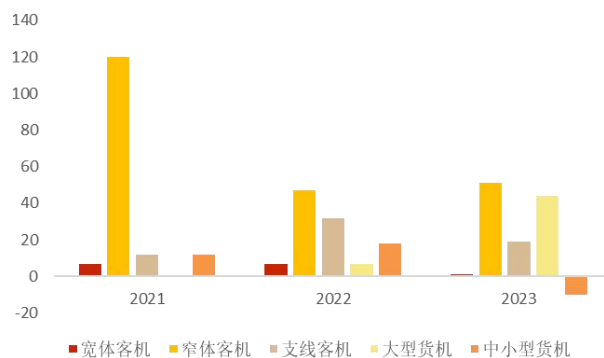
资料来源：中国民航局，seabury，华源证券研究所

2.2. 供给：客机腹舱增长较缓，货机增长整体可控

航空货运的供给可以根据其运输方式，主要分为客机腹舱和货运飞机两种类型，客改货（2020-2022）随客机航班逐步恢复退出市场：1）客机运力整体增长有限：根据中国民航局数据，我国客机数量 2019 年的 3645 架增长至 2023 年的 4,013 架，年复合增长率为 2.43%，年均增量约为 100-200 架。由于全球供应链受到疫情、政治因素、原材料短缺、劳动力不足等多重因素的影响，导致飞机零部件供应不畅，波音及空客均遇到了订单积压的问题，预计未来客机运力整体增长有限。2）货机增速在 10% 左右：2019 年的 173 架增至 2023 年的 257 架，年复合增长率达 10.40%。

图表 21：2018-2023 年客运和货运飞机数量（架）


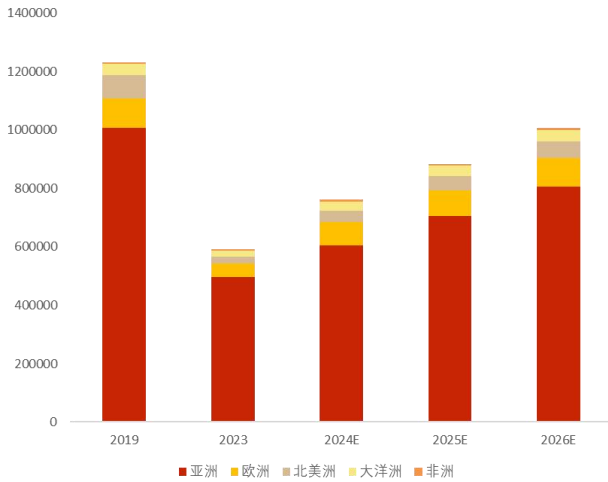
资料来源：中国民航局，华源证券研究所

图表 22：2021-2023 年新增客运与货运飞机数量（架）


资料来源：中国民航局，华源证券研究所

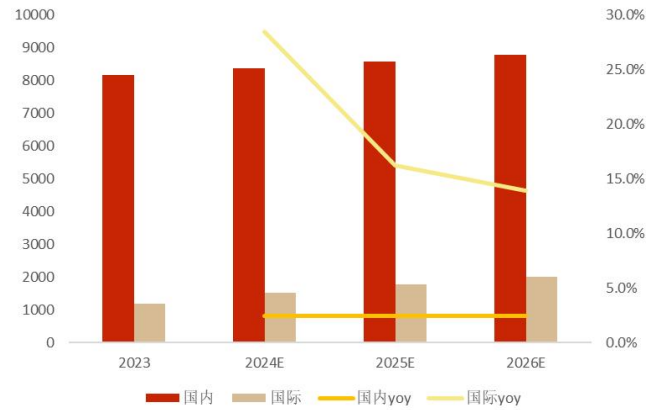
预计客机腹舱运力供给有望随国际航班复苏面保持增长。根据航班管家数据，2019 年我国共执行航班 461.11 万班次，其中国内 337.85 万班次，国际 123.26 万班次。2023 年共执行航班 467.17 万班次，其中国内航班为 407.91 万班，国际航班为 59.25 万班，分别恢复至 2019 的 121%，48%。考虑到我国客机运力增长整体可控，预计国内航班量随客机运力增长而小幅增长，国际航班量随着全球经济回暖，航线恢复等原因逐步复苏。测算下，2024-2026 年，客机腹舱预计运力复合增速约为 4.48%。其中国际客机腹舱预计运力复合增速约为 15.04%。

图表 23：2019 及 2023-2026 年各区域国际客运航班数量（班次）



资料来源：中国民航局，航班管家，华源证券研究所

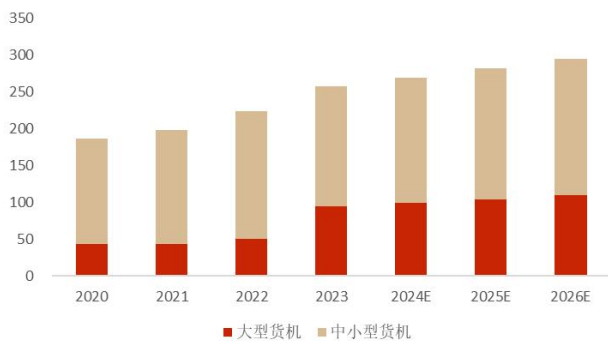
图表 24：2023-2026 年客机腹舱运输能力及增速预测（万吨）



资料来源：国家统计局，航班管家，华源证券研究所

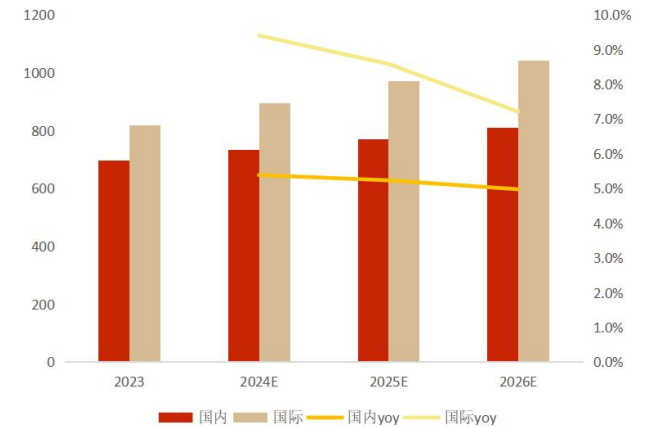
货机数量稳步提升，未来三年货机运力供给增长整体可控。根据中国民航局数据，2023 年我国货机共有 257 架，其中大型货机 94 架，中小型货机 163 架，参考三大航货机引进计划及过往行业货机引进水平，预计 2024-2026 年货机分别为 269, 282, 295 架。依据航班管家数据，2023 年民航货运航班中，国内航线以窄体货机为主，国际航线以宽体货机为主，假设 2024-2026 年货运航班中，国内窄体货机航班量占比 85%，宽体货机占比 15%，国际窄体货机航班量占比 20%，宽体货机占比 80%。测算下，2024-2026 年，货机运力供给复合增速约为 5.1%，其中国际货运运力供给增速约为 7.9%。

图表 25：2020-2026 年货运客机机型数量（架）



资料来源：中国民航局，华源证券研究所

图表 26：2023-2026 年货机运输能力及增速预测（万吨）



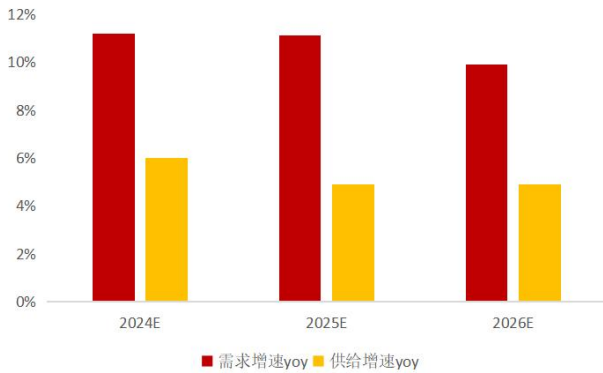
资料来源：中国民航局，华源证券研究所

2.3. 供需结构持续改善，运价具备提升空间

国际货运市场供需结构持续改善，运价具备提升空间。我们测算下，预计 2024-2026 年航空货运需求增速约为 11.2%/11.1%/9.9%，供给增速约为 6.0%/4.9%/4.7%，供需结构持续改善下，航空货运价格具备景气提升基础。国际货运市场来看，跨境电商平台出海有望持续提升行业景气，国际航线货运需求增速有望达 21.4%/19.7%/16.0%，考虑到客机腹舱的恢复，测算下国际运力供给增速约为 20.7%/13.4%/11.5%。国际货运市场仍处于供不应求的状

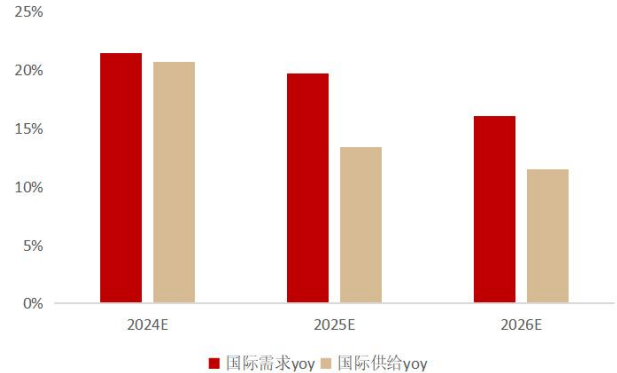
态，运价景气中枢有望持续提升。

图表 27：2024-2026 年航空货运供需增速



资料来源：中国民航局，华源证券研究所

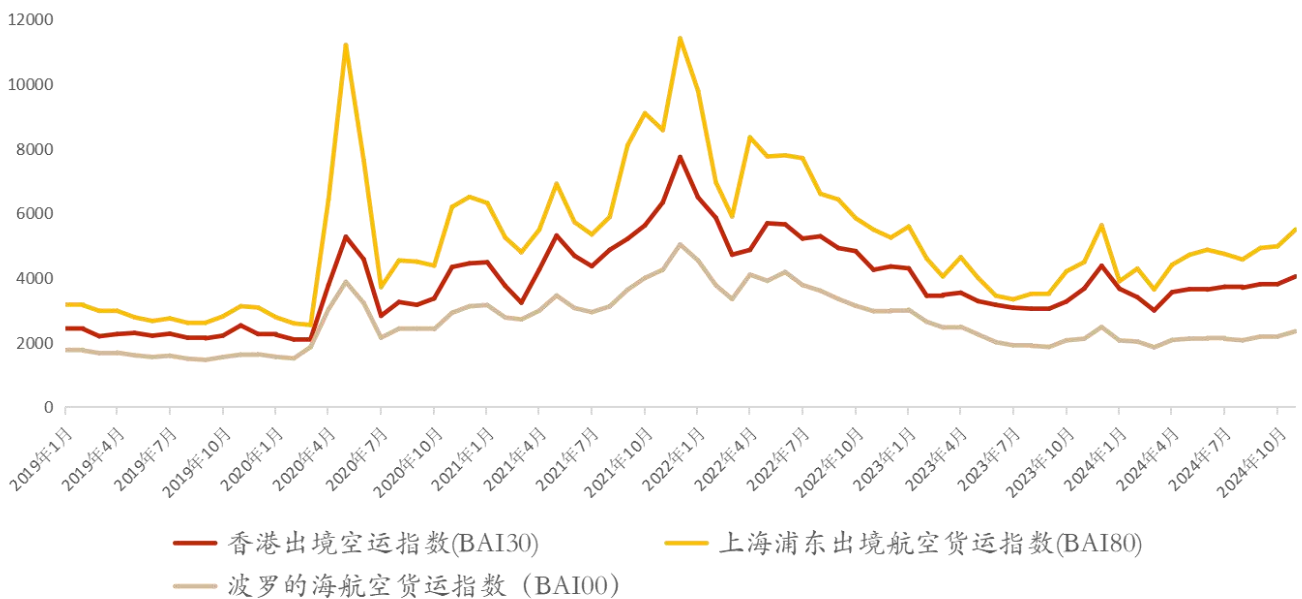
图表 28：2024-2026 年国际航线航空货运供需增速



资料来源：中国民航局，华源证券研究所

跨境电商旺季将至，国际货运运价景气有望继续提升。根据 TAC index，我们以 TAC 上海出境航空货运指数 (BAI80) 为例复盘：1) 2020 至 2022 年：国际客运航班因防疫要求大幅下滑，客机腹舱运力较少导致供需错配，运力紧张推高了航空货运运价，BAI80 指数从 2776 上涨至 9786，运价约增长 253%。2) 2023 初至 2023 年 Q3：随着国际旅行限制放宽，航空货运市场开始复苏，运价逐步回落，BAI80 指数从 5584 下降至 3526，运价约下滑 36.9%。3) 2023 年 Q4 至 2024 年 Q3：空运旺季叠加我国跨境电商平台快速出海，尽管 2024 年客机腹舱持续恢复，但运价仍维持在较高景气水平，2024 年 Q1-Q3 运价指数平均值约为 4445，同比增长约 9.2%。2024 年 Q4 (截至 11 月 8 号) 运价指数平均值约为 5235，同比增长 20.4%。万圣节，感恩节及圣诞节等欧美传统节日逐步到来，跨境电商需求逐步进入旺季，航空货运运价弹性有望显现。

图表 29：2019-2024 年 TAC 航空货运指数



资料来源：TAC index，华源证券研究所

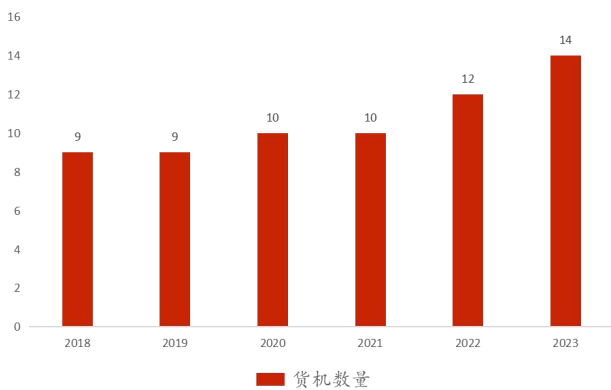
3. 航空速运业务运价弹性显著，综合物流解决方案成长可期

3.1. 航空速运中货机业务运价弹性显著

航空速运包含客机腹舱业务及货机业务，其中货机业务为核心盈利来源。航空速运业务为公司核心业务，截止至 2024 年 H1，公司通过中货航下 14 架全货机及东航近 800 架客机腹舱提供干线运输服务。1) 公司客机腹舱采用独家经营模式，独家销售东航客机腹舱资源并向东航股份支付运输服务价款。根据关联交易条款，东航物流客机腹舱盈利来自于费率抽成，整体较为稳定，运价波动对公司总盈利的影响并不显著。客机腹舱毛利=货运收入*业务费率，其中业务费率=运营费率+（当年东航客机腹舱收入增长率-当年三大航客机腹舱货运收入平均增长率）*50%，运营费率为前三年运营费率的平均值。2）东航物流货机机队由 14 架 B777F 组成，专注国际航线，国际货运市场运价波动对于货机收入及利润影响较大。

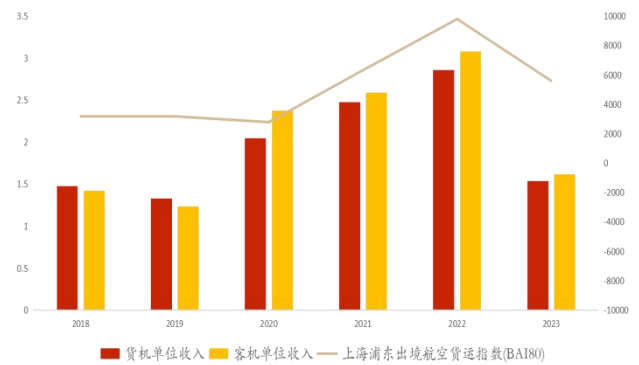
运价波动对于公司航空速运业务影响显著。公司单位收入与行业运价趋势趋同度较高，2020-2022 年，疫情后运价大幅提升，收入由 78 亿提升至 133 亿，CAGR 约为 30.3%，航空速运毛利率由 31.1% 提升至 35.0%。2023 年航空货运市场恢复常态化，国际航空运力供给显著增加，客机腹舱快速恢复，运价同比下降，同时传统空运货物需求出现较大幅度下滑，空运价格下滑，航空速运业务收入同比下滑 31.4%，毛利同比下滑 51.8%，毛利率回落至 24.6%。2024H1，尽管运价同比上涨，但客机腹舱运力投入增加及客机腹舱业务费率下降使得毛利率进一步降低至 19.11%。

图表 30：2018-2023 年全货机数量变化情况（架）

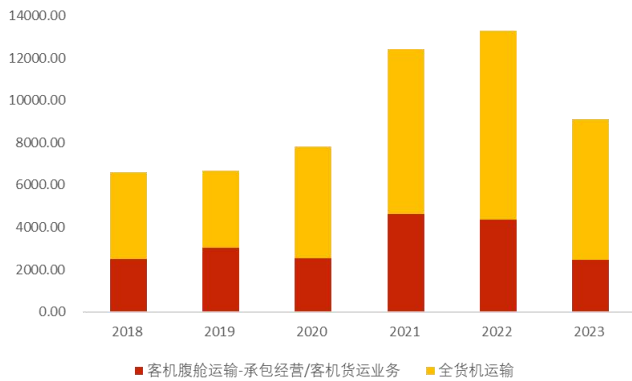


资料来源：公司公告，华源证券研究所

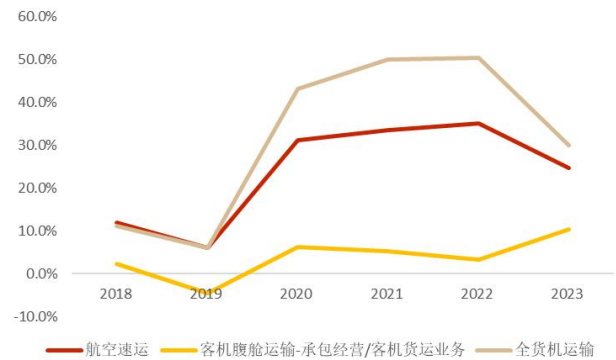
图表 31：2018-2023 年客机以及货机吨公里收入（元/吨公里）与 TAC 上海出境航空货运指数



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 32：2016-2023 年客机腹舱运输和全货机运输收入（百万元）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 33：航空速运业务总毛利率以及分业务毛利率情况（%）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

货机业务为盈利弹性来源，测算下 10%运价波动约影响归母净利润 5.26 亿。我们以 2024 年预计的载运量及单位运价测算 10%运价波动或影响全年单位归母净利润 5.26 亿。

图表 34：全货机运价利润敏感性

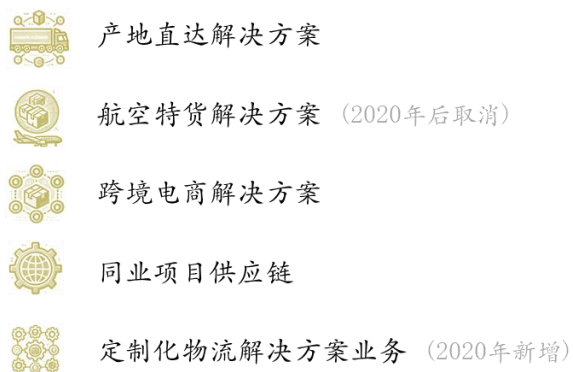
预期 24E 运价变化	-20%	-10%	0%	10%	20%
单位收益水平（元/吨公里）	1.24	1.40	1.55	1.71	1.86
对应归母净利润（百万元）	1999	2525	3051	3577	4103
利润约波动（百万元）	-1052	-526		526	1052

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 跨境电商高增长，综合物流解决方案为公司第二成长曲线

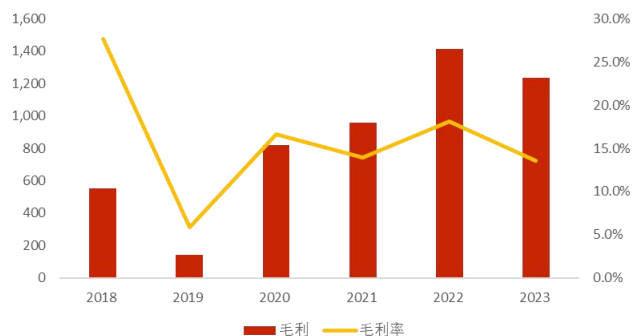
综合物流业务是公司由干线向供应链延伸所产生的业务，主要包含产地直达解决方案、跨境电商、同业项目供应链、定制化物流四个板块。该板块类货代，通过采购运力为客户提供综合服务，既包含自有运力采购，同时也会外采运力。2018-2023 年公司毛利率波动较大，主要因为公司综合物流业务盈利能力具备周期性及稳定提升的空间，一方面，公司运力采购随行就市，使得毛利率随运价景气波动，另一方面，公司持续深耕直客市场，通过产业链延伸以及货品结构改善实现毛利率改善。

图表 35：公司综合物流解决方案



资料来源：公司公告，华源证券研究所

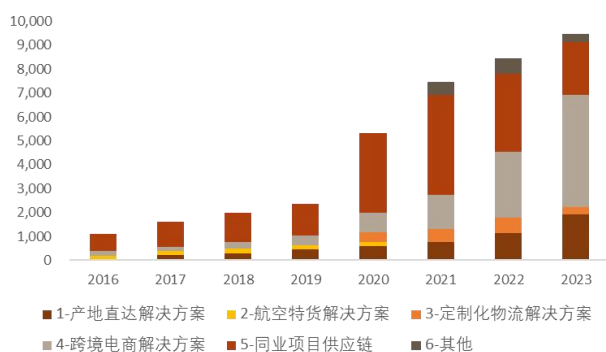
图表 36：2018-2023 年公司综合物流解决方案毛利（百万元）及毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

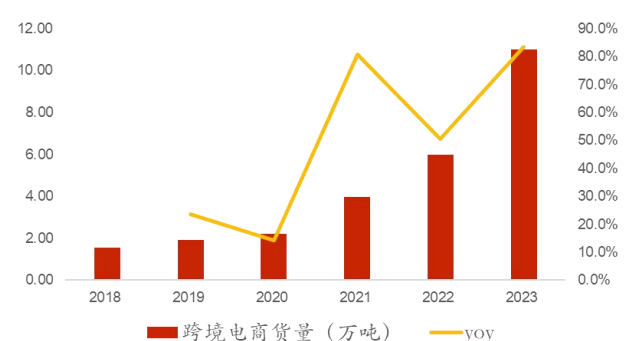
随着跨境电商平台红利持续释放，公司综合物流业务收入有望保持较快增长。2018-2023 年，公司综合业务收入由 19.9 亿增长至 91.3 亿，CAGR 约为 35.6%。公司卡位运力资源，持续与头部跨境电商客户加深合作，随着跨境电商平台快速扩张，公司跨境电商货量实现较快增长，2018-2023 年跨境电商货量由 1.56 万吨提升至 11 万吨，CAGR 约为 47.8%。收入由 2.9 亿提升至 47.0 亿，CAGR 约为 73.6%。

图表 37：2016-2023 年综合物流解决方案收入（百万元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 38：2018-2023 年跨境电商货量（万吨）及增速 (%)



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.3. 地面综合服务盈利较为稳定，货站投产有望提供增量

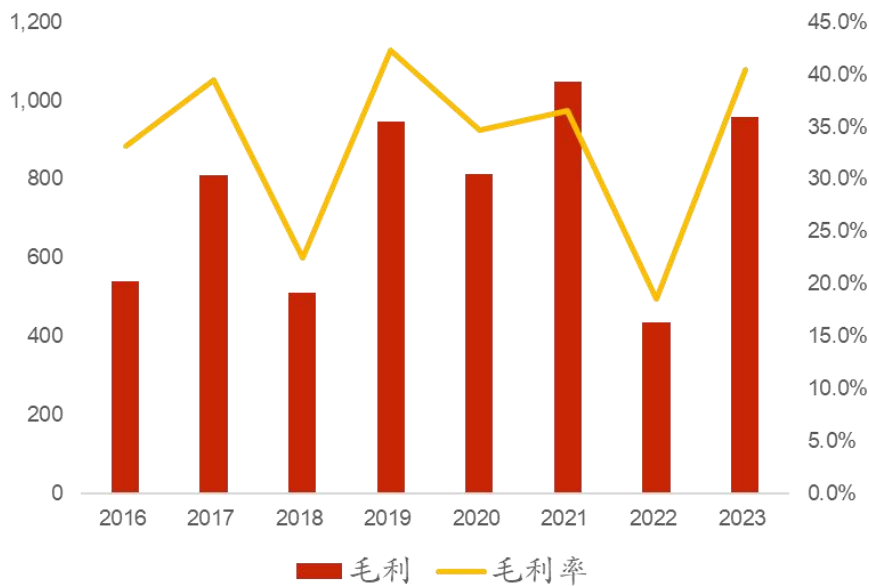
地面综合服务主要为客户提供航班进出口货物的分拣、中转等相关服务，并向客户提供配套的仓储服务，单价采用市场调节价，整体稳定略有增长，收入增长主要靠货站处理量驱动。地面综合服务业务毛利率较为稳定，除 2022 年上海疫情管控吞吐量下滑的影响，2019-2023 年毛利率均在 35%以上。

图表 39：地面综合服务业务



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 40：2016-2023 年地面综合服务业务毛利（百万元）及毛利率（%）

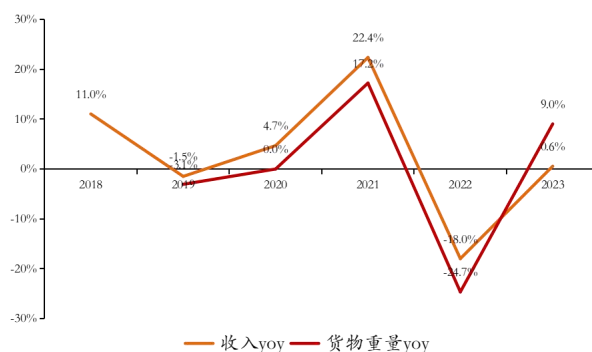


资料来源：公司公告，华源证券研究所

新建货站有望为地面综合服务业务提供增量。地面综合服务收入以货站收入为主，2018-2023 年，公司地面综合服务收入波动较小，盈利能力相对稳定。量价拆分来看，货量波动对于收入影响较大。随着新建货站投入运营，未来该板块的收入有望进一步增长。

图表 41：地面综合服务收入（百万元）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 42：地面综合服务收入增速、货物重量增速


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 43：东航物流浦东机场货站资源一览（截至 2024H1）

东航物流上海货站	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	浦东西区货站二期	浦东机场智能货站
状态	在运营	建成	拟建
备注	在运营共 6 个近机坪货站、1 个货运中转站，面积 125 万平 2022 年共处理货量 195 万吨	2023 年底建成，面积约 5.4 万平方米，年处理量为 30 万吨，投资预算为 6.55 亿元	2025 年底竣工，与上海机场合资建设，年处理量为 60 万吨，投资预算为 8 亿元

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

1) 航空速运：货运量随机队扩张及飞机利用率提升而提升，2024-26 年吨公里收益随跨境电商景气提升而同比改善。预计 2024-2026 年内航空速运业务收入分别为 111.7/129.5/149.1 亿元，同比+22.3%/+15.9%/+15.1%，毛利率为 24.0%/25.4%/26.7%；

2) 综合物流解决方案：预计跨境电商及产地直达解决方案业务量保持较快增长，预计 2024-2026 年综合物流解决方案收入分别为 115.8/139.0/166.3 亿元，同比+27.0%/+20.0%/+19.6%，毛利率为 15%/15%/15%；

3) 地面综合服务：业务量整体较为稳定，暂不考虑货站投产下带来的业务量提升，毛利率整体稳定，预计 2024-2026 年收入分别为 26.8/28.2/29.6 亿元，同比+13.1%/+5.2%/+5.0%，毛利率为 40%/40%/40%；

4) 其他业务: 2024-2026 年收入分别为 11/11/11 亿元, 同比+0%/+0%/+0%, 毛利率为 76.5%/76.5%/76.5%;

5) 费用端: 预计 2024-2026 年公司销售费用率, 管理费用率以及财务费用率随收入增加规模效应显现以及公司管控费用而逐步回落。

图表 44: 东航物流估值模型核心假设

亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	222.3	234.7	206.2	254.5	296.8	345.1
YOY		5.6%	-12.1%	23.4%	16.6%	16.3%
1.航空速运	69.1	78.2	91.3	111.7	129.5	149.1
YOY		13.1%	16.7%	22.3%	15.9%	15.1%
2.综合物流解决方案	124.3	132.8	91.2	115.8	139.0	166.3
YOY		6.9%	-31.4%	27.0%	20.0%	19.6%
3.地面综合服务	2,870	23.5	23.7	26.8	28.2	29.6
YOY		-18.0%	0.6%	13.1%	5.2%	5.0%
4.其他业务	18	16	11	11	11	11
毛利率	27.8%	27.7%	21.5%	21.6%	21.9%	22.2%
1.航空速运	33.4%	35.0%	24.6%	24.0%	25.4%	26.7%
2.综合物流解决方案	13.9%	18.1%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%
3.地面综合服务	36.5%	18.5%	40.5%	40.0%	40.0%	40.0%
4.其他业务	90.2%	73.1%	76.5%	76.5%	76.5%	76.5%
费用率						
销售费用率	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用率	1.7%	1.8%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
研发费用率	0.2%	1.1%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%

资料来源: iFind, 华源证券研究所

4.2. 投资建议

公司为航空货运龙头, 受益于跨境电商高景气, 航空货运需求改善有望推动运价上行, 公司业绩弹性可期, 中长期看, 公司卡位运力资源, 业务向产业链延伸, 收入及盈利能力均有提升空间。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 30.5/36.7/43.4 亿元, 对应 PE 分别为 8.8x/7.3x/6.2x, 参考中国外运, 华贸物流可比公司估值, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 45: 可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元) (截至 11.15)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601598.SH	中国外运	5.22	0.55	0.6	0.63	9.46	8.67	8.18
603128.SH	华贸物流	6.14	0.51	0.58	0.65	11.95	10.51	9.54
	平均值					10.70	9.59	8.86

资料来源: ifind, 华源证券研究所

5. 风险提示

- 1) 货运需求增长不及预期:如航空货运市场需求回落, 则收入增长或低于预期
- 2) 综合物流解决方案拓客不及预期: 如综合物流解决方案直客拓展不及预期, 则收入增长或低于预期
- 3) 货机引进不及预期: 如货机引进进度低于预期, 则收入增长或低于预期
- 4) 油价大幅变动导致成本预测不及预期: 如油价大幅上涨, 则实际成本或高于预期

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,243	12,681	16,291	20,755
应收票据及账款	1,733	2,276	2,655	3,087
预付账款	223	189	220	256
其他应收款	218	196	228	266
存货	34	45	52	60
其他流动资产	133	71	82	96
流动资产总计	11,583	15,458	19,529	24,520
长期股权投资	32	31	31	30
固定资产	15,072	14,806	14,603	15,030
在建工程	354	308	937	866
无形资产	299	306	403	536
长期待摊费用	495	536	566	587
其他非流动资产	913	965	1,038	1,056
非流动资产合计	17,165	16,952	17,578	18,105
资产总计	28,748	32,410	37,107	42,625
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	1,818	1,674	1,944	2,253
其他流动负债	3,753	4,475	5,190	6,017
流动负债合计	5,571	6,148	7,134	8,270
长期借款	6,038	6,038	6,038	6,038
其他非流动负债	160	160	160	160
非流动负债合计	6,197	6,197	6,197	6,197
负债合计	11,769	12,346	13,332	14,468
股本	1,588	1,588	1,588	1,588
资本公积	3,663	3,663	3,663	3,663
留存收益	10,203	12,791	15,906	19,584
归属母公司权益	15,453	18,042	21,156	24,835
少数股东权益	1,526	2,022	2,619	3,323
股东权益合计	16,980	20,064	23,775	28,158
负债和股东权益合计	28,748	32,410	37,107	42,625

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	2,853	3,370	4,091	4,863
折旧与摊销	1,564	1,063	1,124	1,222
财务费用	329	254	242	228
投资损失	-1	-15	-15	-15
营运资金变动	475	141	524	609
其他经营现金流	17	237	237	237
经营性现金净流量	5,238	5,050	6,203	7,143
投资性现金净流量	-581	-894	-1,794	-1,794
筹资性现金净流量	-4,898	-717	-799	-885
现金流量净额	-273	3,438	3,610	4,464

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,621	25,446	29,679	34,513
营业成本	16,180	19,949	23,165	26,851
税金及附加	44	54	63	73
销售费用	202	249	267	311
管理费用	333	411	445	518
研发费用	30	37	43	50
财务费用	329	254	242	228
资产减值损失	1	1	1	1
信用减值损失	1	1	1	1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	15	15	15
公允价值变动损益	-1	0	0	0
资产处置收益	-6	-2	-2	-2
其他收益	249	219	219	219
营业利润	3,749	4,726	5,688	6,717
营业外收入	6	3	3	3
营业外支出	0	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	3,754	4,729	5,691	6,720
所得税	902	1,182	1,423	1,680
净利润	2,853	3,547	4,268	5,040
少数股东损益	364	496	596	704
归属母公司股东净利润	2,488	3,051	3,671	4,336
EPS(元)	2	2	2	3

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-12.14%	23.40%	16.64%	16.29%
营业利润增长率	-34.48%	26.07%	20.35%	18.10%
归母净利润增长率	-31.58%	22.61%	20.34%	18.09%
经营现金流增长率	-3.39%	-3.59%	22.84%	15.16%
盈利能力				
毛利率	21.54%	21.60%	21.95%	22.20%
净利率	13.83%	13.94%	14.38%	14.60%
ROE	16.10%	16.91%	17.35%	17.46%
ROA	8.66%	9.41%	9.89%	10.17%
ROIC	21.47%	23.04%	27.06%	30.55%
估值倍数				
P/E	10.78	8.79	7.31	6.19
P/S	1.30	1.05	0.90	0.78
P/B	1.74	1.49	1.27	1.08
股息率	0.00%	1.72%	2.07%	2.45%
EV/EBITDA	4	4	3	2

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。