

国货航 (001391.SZ)

新股覆盖研究

◆ 下周一（12月16日）有一家主板上市公司“国货航”询价。

◆ **国货航 (001391)**：公司是航空物流综合服务商，主营业务可分为航空货运服务、航空货站服务、综合物流解决方案三大板块。公司 2021-2023 年分别实现营业收入 243.05 亿元/230.76 亿元/149.19 亿元，YOY 依次为 33.17%/-5.06%/-35.35%；实现归母净利润 43.42 亿元/31.08 亿元/11.53 亿元，YOY 依次为 32.01%/-28.42%/-62.89%。最新报告期，公司 2024 年 1-9 月实现营业收入 142.29 亿元、同比增长 44.81%，实现归母净利润 11.05 亿元、同比增长 71.07%。根据公司管理层初步预测，公司预计 2024 年营业收入同比增加 35.40%，归母净利润同比增加 55.70%。

① **投资亮点**：1、公司是中航集团下属客货业务运营主体；依托中航集团的平台资源，公司已成为国内主要的航空物流服务提供商之一，在货邮运输量等方面具备领先优势。中航集团是中央直属的特大型国有航空运输集团公司，通过中国航空资本间接持有公司 45% 股份、为公司的实际控制人；依托中航集团的平台资源，公司拥有自主运营的远程宽体全货机，并于 2022 年通过独家经营模式取得国航股份客机的货运业务经营权，成为国内主要的航空物流服务提供商之一，在运力规模、航线网络、以及货邮运输量等方面具备较强的领先优势。1) 航空运力规模方面，截至招股意向书出具日，公司拥有全货机 21 架、其中正在执飞的有 17 架，同时国航股份及其控股公司合计运营客机 915 架；2) 航线网络方面，截至 2024 年 6 月末，公司全货机航线数达 24 条，航线覆盖欧洲、北美、亚太等 8 个国家及地区的 21 个城市；据招股书披露，2019 年国航股份在北美航线市占率约 28%，在欧洲航线市占率达到约 45%，在核心洲际航线上的绝对优势为国货航打造了坚实的产业护城河。3) 货邮运输量方面，2024 年 1-6 月，公司货邮运输量达 72.28 万吨、占我国航空物流市场的 17.32%。2、公司积极布局跨境电商、冷链物流、高端制造业等细分市场。公司以自身全货机及国航股份客机货运运力资源为基础，积极布局多个细分物流市场：1) 在跨境电商物流领域，公司于 2007 年首次涉足，并于 2018 年起逐步扩大资源投入，随后设立独立业务板块；据招股书披露，公司跨境电商物流服务的主要产品类型包括跨境电商物流全程产品、半程产品、包机航班等，具体服务内容包括揽收运输、国内报关、航空运输、海外清关、海外配送等环节，有望受益于现阶段跨境电商行业的较快发展；2) 在高端消费领域，公司开展医药等高品质消费品和生鲜食材的产地直达全流程运输、派送服务；3) 在工业生产领域，公司已与苹果公司、英特尔、华为公司等多家国内外电子制造头部企业建立了长期稳定的合作关系。

② **同行业上市公司对比**：公司专注于航空物流综合服务领域；根据主营业务的相似性，选取东航物流、南航物流作为国货航的可比上市公司。从上述可比公司来看，2023 年度可比公司的平均收入为 186.13 亿元，可比公司的 PE-TTM（算数平均）为 9.07X，可比公司的销售毛利率为 21.54%；相较而言，公司营收规模及毛利率未及同业可比公司表现。

◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内

交易数据

| | |
|------------|-----------|
| 总市值 (百万元) | |
| 流通市值 (百万元) | |
| 总股本 (百万股) | 10,689.53 |
| 流通股本 (百万股) | |
| 12 个月价格区间 | / |

分析师

李蕙
 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.com

报告联系人

戴铮铮
 daizhengzheng@huajinsec.com

相关报告

- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（林泰新材）-2024 年第 90 期-总第 517 期 2024.12.9
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（中力股份）-2024 年第 89 期-总第 516 期 2024.12.7
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（博科测试）-2024 年第 88 期-总第 515 期 2024.12.6
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（蓝宇股份）-2024 年第 87 期-总第 514 期 2024.11.29
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（科隆新材）-2024 年第 86 期-总第 513 期 2024.11.25



容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023A |
|------------|----------|----------|----------|
| 主营收入(百万元) | 24,305.1 | 23,076.2 | 14,918.7 |
| 同比增长(%) | 33.17 | -5.06 | -35.35 |
| 营业利润(百万元) | 5,786.7 | 4,175.9 | 1,565.1 |
| 同比增长(%) | 33.04 | -27.84 | -62.52 |
| 归母净利润(百万元) | 4,342.3 | 3,108.4 | 1,153.4 |
| 同比增长(%) | 32.01 | -28.42 | -62.89 |
| 每股收益(元) | | 0.29 | 0.11 |

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

| | |
|----------------------|---|
| 一、国货航..... | 4 |
| (一) 基本财务状况..... | 4 |
| (二) 行业情况..... | 5 |
| (三) 公司亮点..... | 6 |
| (四) 募投项目投入..... | 7 |
| (五) 同行业上市公司指标对比..... | 8 |
| (六) 风险提示..... | 8 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图 1: 公司收入规模及增速变化..... | 4 |
| 图 2: 公司归母净利润及增速变化..... | 4 |
| 图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化..... | 5 |
| 图 4: 公司 ROE 变化..... | 5 |
| 图 5: 2000-2023 年我国货物进出口总额及增长率..... | 5 |
| 图 6: 2010-2023 年我国民航货邮运输量..... | 6 |
| 图 7: 2010-2023 年我国民航运输机场货邮吞吐量..... | 6 |
| 表 1: 公司 IPO 募投项目概况..... | 7 |
| 表 2: 同行业上市公司指标对比..... | 8 |

一、国货航

公司作为航空物流综合服务商，主营业务可分为航空货运服务、航空货站服务、综合物流解决方案三大板块。

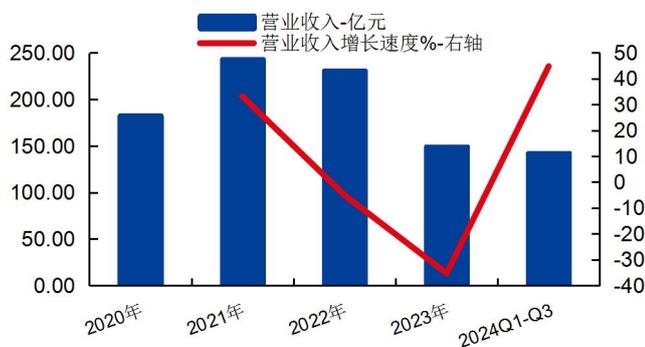
依托于自有的远程宽体全货机及国航股份客机腹舱运力资源，公司已将航线网络拓展到包括法兰克福、阿姆斯特丹、列日、纽约、芝加哥、洛杉矶、东京、大阪、曼谷、中国台北和香港等全球六大洲的国家和地区。同时，公司在国内重要枢纽机场拥有货站资源，为国际国内航空公司提供包括航空货邮仓储、库区操作、站坪保障、文件处理和信息交互等在内的货运地面处理服务，可充分发挥地面保障网络优势，凝聚货站合力，联动服务产品。

（一）基本财务状况

公司 2021-2023 年分别实现营业收入 243.05 亿元/230.76 亿元/149.19 亿元，YOY 依次为 33.17%/-5.06%/-35.35%；实现归母净利润 43.42 亿元/31.08 亿元/11.53 亿元，YOY 依次为 32.01%/-28.42%/-62.89%。最新报告期，公司 2024 年 1-9 月实现营业收入 142.29 亿元、同比增长 44.81%，实现归母净利润 11.05 亿元、同比增长 71.07%。

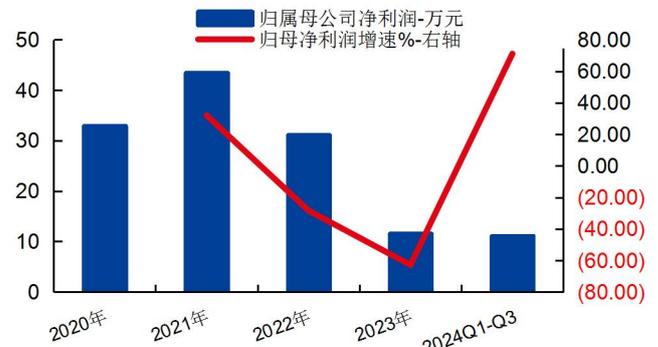
2023 年，公司主营收入按业务类型可分为三大板块，分别为航空货运服务(102.41 亿元，69.04%)、航空货站服务(11.79 亿元、7.95%)、以及综合物流解决方案(34.14 亿元、23.02%)；2021 年至 2024H1 报告期间，公司营业收入主要来源于航空货运服务业务、营收占比超 65%。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



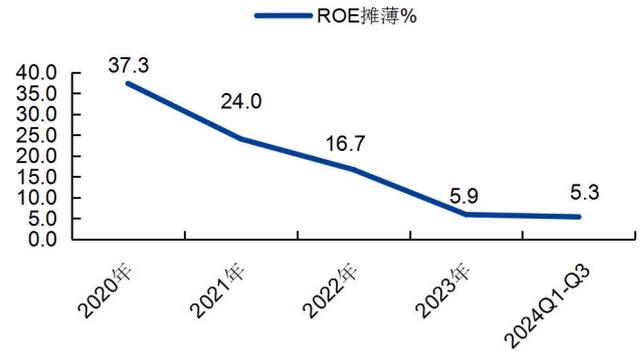
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司专注于航空物流领域。

1、航空物流行业

我国航空物流行业起步时间相对较晚，根据世界银行的数据，2020 年我国航空货运总体规模占全球比重 10.7%，排名世界第二，但同期美国占比为 19.2%，我国航空货运量仅为美国的 47%。因此，目前我国航空物流行业与美国仍存在较大差距，行业发展潜力巨大。

根据海关总署统计数据，2023 年我国货物贸易进出口总值 5.94 万亿美元，同比下滑 5.03%，较 2019 年同期水平增长 29.68%，虽有所波动，但整体上仍保持较高水平。根据民航局印发《“十四五”航空物流发展专项规划》数据，2020 年，在我国各种交通方式完成的进出口贸易总量中，航空运送货物价值占比达 18.3%。

图 5：2000-2023 年我国货物进出口总额及增长率



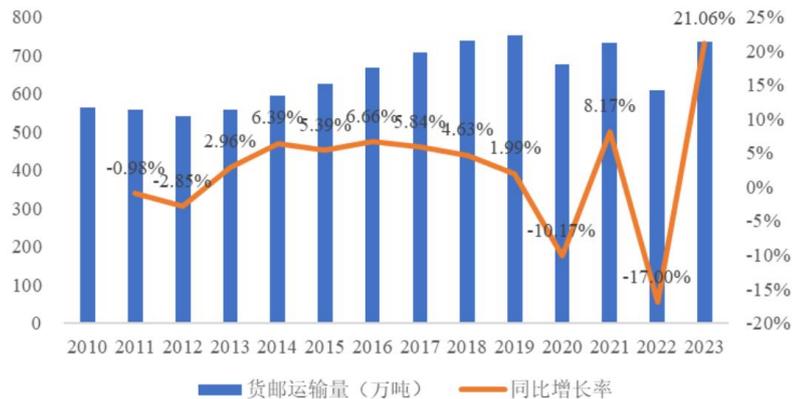
资料来源：Wind，华金证券研究所

我国航空物流行业整体呈现稳步增长态势，民航货邮周转量从 2017 年的 243.55 亿吨公里增长至 2023 年的 283.62 亿吨公里，保持稳步增长态势。根据民航局印发的《“十四五”航空

物流发展专项规划》显示,2020 年我国民航运输业分别完成货邮运输量、货邮周转量 676.61 万吨、240.20 亿吨公里,规模稳居全球第二,充分展现了我国航空物流业强大的发展韧性。

在民航货邮运输量方面,从 2010 年的 563.00 万吨增长至 2023 年的 735.38 万吨,年复合增长率达 2.08%。2020 年,我国全行业完成货邮运输量 676.61 万吨,较 2019 年度有所下降。2021 年,随着外贸需求逐步企稳,运力保障措施相继出台,市场呈现回暖态势,我国全行业完成货邮运输量 731.84 万吨,较 2020 年度增长 8.16%,已恢复至 2019 年度的 97.17%。

图 6: 2010-2023 年我国民航货邮运输量



资料来源: 民航局《民航行业发展统计公报》、华金证券研究所

在民航运输机场货邮吞吐量方面,从 2010 年的 1,129.00 万吨增长至 2023 年的 1,683.31 万吨,年复合增长率达 3.12%。2020 年民航运输机场货邮吞吐量较 2019 年度有所下降。2021 年,随着外贸需求逐步企稳,运力保障措施相继出台,市场呈现回暖态势,我国全行业完成货邮吞吐量 1,782.80 万吨,较 2020 年度增长 10.91%,较 2019 年度增长 4.26%。

图 7: 2010-2023 年我国民航运输机场货邮吞吐量



资料来源: 民航局《民航行业发展统计公报》、华金证券研究所

(三) 公司亮点

1、公司是中航集团下属客货业务运营主体；依托中航集团的平台资源，公司已成为国内主要的航空物流服务提供商之一，在货邮运输量等方面具备领先优势。中航集团是中央直属的特大型国有航空运输集团公司，通过中国航空资本间接持有公司 45% 股份、为公司的实际控制人；依托中航集团的平台资源，公司拥有自主运营的远程宽体全货机，并于 2022 年通过独家经营模式取得国航股份客机的货运业务经营权，成为国内主要的航空物流服务提供商之一，在运力规模、航线网络、以及货邮运输量等方面具备较强的领先优势。1) 航空运力规模方面，截至招股意向书出具日，公司拥有全货机 21 架、其中正在执飞的有 17 架，同时国航股份及其控股公司合计运营客机 915 架；2) 航线网络方面，截至 2024 年 6 月末，公司全货机航线数达 24 条，航线覆盖欧洲、北美、亚太等 8 个国家及地区的 21 个城市；据招股书披露，2019 年国航股份在北美航线市占率约 28%，在欧洲航线市占率达到约 45%，在核心洲际航线上的绝对优势为国货航打造了坚实的产业护城河。3) 货邮运输量方面，2024 年 1-6 月，公司货邮运输量达 72.28 万吨、占我国航空物流市场的 17.32%。

2、公司积极布局跨境电商、冷链物流、高端制造业等细分市场。公司以自身全货机及国航股份客机货运运力资源为基础，积极布局多个细分物流市场：1) 在跨境电商物流领域，公司于 2007 年首次涉足，并于 2018 年起逐步扩大资源投入，随后设立独立业务板块；据招股书披露，公司跨境电商物流服务的主要产品类型包括跨境电商物流全程产品、半程产品、包机航班等，具体服务内容包括揽收运输、国内报关、航空运输、海外清关、海外配送等环节，有望受益于现阶段跨境电商行业的较快发展；2) 在高端消费领域，公司开展医药等高品质消费品和生鲜食材的产地直达全流程运输、派送服务；3) 在工业生产领域，公司已与苹果公司、英特尔、华为公司等多家国内外电子制造头部企业建立了长期稳定的合作关系。

（四）募投资项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目。

- 1、飞机引进及备用发动机购置：**本项目拟购置 5 架 B777-200F 货机，以此扩充公司现有航空运力；同时，拟购置 2 台 GE 备用发动机，为飞机的安全飞行和公司航空货运的安全运营提供切实保障。
- 2、综合物流能力提升建设：**项目具体建设内容包括在上海、深圳购置房产进行物流枢纽站点的建设，对各个物流枢纽站点的办公及仓储场所进行适应性装修改造。
- 3、信息化与数字化建设：**本项目拟通过购置先进信息化设备，升级现有应用系统，提高管理和办公效率。

表 1：公司 IPO 募投资项目概况

| 序号 | 项目名称 | 项目投资总额 (万元) | 拟使用募集资金金额 (万元) | 项目建 设期 |
|----|--------------|----------------|-------------------|-----------|
| 1 | 飞机引进及备用发动机购置 | 755,778.47 | 298,962.58 | 24 个月 |
| 2 | 综合物流能力提升建设 | 53,509.04 | 28,783.41 | 36 个月 |
| 3 | 信息化与数字化建设 | 41,370.72 | 22,254.01 | 36 个月 |
| | 总计 | 850,658.23 | 350,000.00 | - |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2023 年度，公司实现营业收入 149.19 亿元，同比下降 35.35%；实现归属于母公司净利润 11.53 亿元，同比下降 62.89%。根据管理层初步预测，公司 2024 年预测营业收入为 2,020,054.53 万元，同比增加 35.40%；预测归母净利润为 179,588.47 万元，预计同比增加 55.70%，主要系随着航空货运行业逐步恢复常态化运行以及全球供应链体系的逐步稳定，叠加跨境电商对航空货运的旺盛需求，航空货运运价及货邮周转量亦开始从 2023 年年初的行业低点逐步回升。

公司专注于航空物流综合服务领域；根据主营业务的相似性，选取东航物流、南航物流作为国货航的可比上市公司。从上述可比公司来看，2023 年度可比公司的平均收入为 186.13 亿元，可比公司的 PE-TTM（算数平均）为 9.07X，可比公司的销售毛利率为 21.54%；相较而言，公司营收规模及毛利率未及同业可比公司表现。

表 2：同行业上市公司指标对比

| 代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | PE-TTM | 2023 年营业收入 (亿元) | 2023 年营收 增速 | 2023 年归母 净利润 (亿元) | 2023 年归母 净利润 增速 | 2023 年 销售毛利 率 | 2023 年 ROE (摊 薄) |
|------------------|------------|-------------|----------|--------------------|----------------|-------------------------|-----------------------|---------------------|------------------------|
| 601156.SH | 东航物流 | 262.11 | 9.07 | 206.21 | -12.14% | 24.88 | -31.58% | 21.54% | 16.10% |
| A23298.SH | 南航物流 | / | / | 166.05 | -22.90% | 24.29 | -47.74% | - | 17.75% |
| | 平均值 | 262.11 | 9.07 | 186.13 | -17.52% | 24.59 | -39.66% | 21.54% | 16.92% |
| 001391.SZ | 国货航 | / | / | 149.19 | -35.35% | 11.53 | -62.89% | 12.69% | 5.87% |

资料来源：Wind（数据截至日期：2024 年 12 月 11 日），华金证券研究所

（六）风险提示

业务扩张导致的经营管理风险、无法及时适应客户需求变化带来的风险、航空安全风险、客机货运独家经营可持续性与稳定性风险、公司使用的相关商标来自国航股份授权、下游市场需求减少的风险、航油价格波动风险等风险。

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn