

# 东航物流 (601156.SH)

## 航空货运领军者，跨境电商注入发展新动能

优于大市

### 核心观点

**东航物流是我国航空货运领军者，资源禀赋优势明显。**东航物流深耕航空货运行业二十年，已经成为我国民航货运市场的龙头企业，其市场份额占比近 20%，2021 年公司成为完成混改并成功上市的“航空物流第一股”。公司竞争优势明显，一是拥有 14 架 B777 宽体全货机，“单一机队”可以实现经营效率最优化；二是全货机业务拥有优质的国际航线布局，且欧美长航线布局持续加密；三是独家经营东航股份客机腹舱的货运业务；四是在全球第三大航空货运枢纽的上海两场，拥有面积 125 万平方米的 6 个近机坪货站、1 个货运中转站，2023 年东航物流在上海两场货邮处理量的份额占比达到 53.6%。

**受益于跨境出口电商的高景气，我国国际航空货运市场供需格局呈紧平衡态势，运价中枢稳步向上。**1) 需求方面，我们预计 2024 年我国国际空运货量将实现双位数增长，一是得益于 SHEIN、TEMU 等平台的快速发展将带动跨境电商空运货量高增长，二是得益于上半年全球制造业景气度修复以及存在阶段性补库存需求，我国国际航空普货运输需求有所回暖。2) 供给方面，由于飞机制造商产能仍受限以及国际客运航班恢复进度较慢，我们预计今年我国国际航空货运市场的运力增速仅为个位数。3) 我国国际航空货运市场供需格局呈紧平衡态势，运价中枢有望稳步向上，近期上海浦东出境航空货运运价指数仍然明显高于去年同期。

**地面服务业务是利润基石，航空速运业务有望享受运价弹性，综合物流业务打开成长天花板。**依托旗下的“天网”及“地网”资源，公司逐渐形成了航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案三大业务板块。1) 地面服务业务规模发展稳健，且其拥有的资源壁垒保障了高毛利，从而该业务成为了公司的利润基石；2) 航空速运业务的收入和利润表现与航空货运运价变化息息相关，未来运价上行有望带来业绩弹性；3) 综合物流业务是公司顺应全球互通互联以及跨境电商规模快速发展的大趋势，利用自身的核心资源打通上下游服务链条，从而推出的新业务，具有较强成长性，2018-2023 年该业务收入复合增速约 36%。

**盈利预测与估值：**预计 24-26 年归母净利润 30.5/35.4/41.2 亿元 (+23%/+16%/+16%)，EPS 分别为 1.92/2.23/2.59 元，当前股价对应 PE 为 9/7/6 倍，预计公司合理估值 19.2-21.2 元，相对目前股价有 16%-28%溢价，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**国际贸易政策风险，油价波动风险，全球经济衰退风险。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	23,470	20,621	25,278	29,588	33,419
(+/-%)	5.6%	-12.1%	22.6%	17.1%	12.9%
归母净利润(百万元)	3637	2488	3049	3542	4115
(+/-%)	0.3%	-31.6%	22.5%	16.2%	16.2%
每股收益(元)	2.29	1.57	1.92	2.23	2.59
EBIT Margin	24.5%	18.6%	19.1%	19.0%	19.5%
净资产收益率 (ROE)	26.9%	16.1%	17.3%	17.6%	17.9%
市盈率 (PE)	7.2	10.6	8.6	7.4	6.4
EV/EBITDA	6.1	8.9	7.6	6.7	5.9
市净率 (PB)	1.95	1.70	1.50	1.31	1.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 交通运输·物流

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	19.20 - 21.20 元
收盘价	16.34 元
总市值/流通市值	25941/15435 百万元
52 周最高价/最低价	22.35/11.80 元
近 3 个月日均成交额	265.66 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

<b>公司概况：我国航空货运领军者，兼具周期与成长属性</b> .....	<b>6</b>
深耕航空物流二十年，成为国内“航空物流第一股” .....	6
兼具周期与成长属性，国际航空运价提供高弹性 .....	7
不断夯实竞争优势，产能稳步扩张 .....	9
<b>行业趋势：竞争格局比较集中，供需维持紧平衡态势</b> .....	<b>14</b>
立足于资源禀赋，行业竞争相对集中 .....	14
跨境电商蓬勃发展，国际空运需求维持景气 .....	16
我国国际航空货运供需紧平衡，运价有望维持上涨态势 .....	21
<b>公司业务：货站业务是基石，空运业务具备弹性，供应链业务具备成长性</b> .....	<b>25</b>
航空速运业务：全货机运输有望受益运价上行 .....	25
地面综合服务：规模稳定发展，盈利能力稳健 .....	27
综合物流解决方案：乘势而上拓直客，把握跨境电商高增长机遇 .....	29
成本及费用：成本及效率仍有优化空间，费用管控良好 .....	30
<b>盈利预测</b> .....	<b>33</b>
假设前提与盈利预测结果 .....	33
盈利预测的敏感性分析 .....	35
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>36</b>
相对估值：目标价 19.2-21.2 元 .....	36
绝对估值：19.0-21.4 元 .....	37
投资建议：“优于大市”评级 .....	38
<b>风险提示</b> .....	<b>39</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>40</b>

## 图表目录

图 1: 东航物流历史沿革	6
图 2: 东航物流股权结构	7
图 3: 东航物流的营业收入及同比增速	7
图 4: 东航物流归母净利润及同比增速	7
图 5: 东航物流营业收入结构构成	8
图 6: 东航物流毛利润结构构成	8
图 7: 东航物流综合毛利率及归母净利率变化趋势	8
图 8: 东航物流三大业务的毛利率变化趋势	8
图 9: 东航物流历史货机机队规模 (架)	9
图 10: 东航物流全货机两大机型 B777 和 B747 日利用小时数对比	9
图 11: 东航物流国际货运航线网络	10
图 12: 2020-2024 年东航物流全货机国际航线分布	11
图 13: 2024 年夏秋航季东航物流全货机的国际航线运力分布情况	11
图 14: 东方航空 2024 年夏秋航季客运航班航线网络图	12
图 15: 2023 年我国民航客运市场份额结构 (基于旅客运输量计算)	12
图 16: 2021-2023 年三大航客机腹舱运力情况 (亿吨公里)	12
图 17: 2023 年全球机场货运量 TOP10	13
图 18: 上海虹浦两场货邮吞吐量 (万吨)	13
图 19: 东航物流在上海虹浦两场货邮处理量及其市场份额	13
图 20: 东航物流部分主要客户画像	14
图 21: 2019-2023 年全球及中国航空货邮运输量 (万吨)	14
图 22: 2018-2022 年全球及中国货运机队数量 (架)	14
图 23: 我国民航货运市场竞争格局 (按货邮运输量计算)	15
图 24: 2024 年 4 月我国航空货运市场的市场份额结构 (全货机航班占比)	16
图 25: 中国跨境航空货运出口-头部货运品类结构	16
图 26: 全球制造业 PMI 走势	17
图 27: 美国名义库存增速及库销比	18
图 28: 我国出口总值及同比增速	19
图 29: 2004-2023 年我国国际航线航空货邮吞吐量增速与我国进出口金额增速变化趋势对比	19
图 30: 中国跨境航空货运出口的区域分布	19
图 31: 我国跨境出口 B2C 电商市场规模 (十亿元)、增速及其在跨境电商行业中的占比	20
图 32: TEMU 和 SHEIN 的 GMV 增长趋势 (亿美元)	20
图 33: 2022 年中国跨境出口电商目的地分布	21
图 34: 2022 年全球各国电子商务零售额增速 TOP10	21
图 35: 中国航空货运市场中全货机运量占比 (2019 年)	22
图 36: 我国全货机数量增长趋势	23
图 37: 全球全货机数量增长趋势	23

图 38: 中国-美国直航航线可供运力变化趋势 (亿吨公里)	23
图 39: 中国-美国的中转航线可供运力变化趋势 (亿吨公里)	23
图 40: 2016-2023 年三大航国内航线货运单价 (元/吨公里)	24
图 41: 2016-2023 年三大航国际航线货运单价 (元/吨公里)	24
图 42: 浦东出境航空货运指数 BAI80 变化趋势	24
图 43: 东航物流航空速运业务收入及增速 (亿元)	25
图 44: 东航物流航空速运业务毛利润及毛利率 (亿元)	25
图 45: 东航物流全货机业务 AFTK 增长趋势 (亿吨公里)	26
图 46: 东航物流全货机业务货邮吨公里收益变化趋势 (元)	26
图 47: 东航物流客机货运业务的独家经营模式概况	26
图 48: 东航股份客机腹舱业务 AFTK 增长趋势 (亿吨公里)	27
图 49: 东航股份客机货运业务货邮吨公里收益变化趋势 (元)	27
图 50: 东航物流地面综合服务业务收入及增速 (亿元)	28
图 51: 东航物流地面综合服务业务毛利润及毛利率 (亿元)	28
图 52: 东航物流货站操作量 (万吨)	28
图 53: 东航物流地面综合服务单价变化趋势	28
图 54: 东航物流综合物流解决方案业务各细分板块营业收入及整体增速 (亿元)	29
图 55: 东航物流综合物流解决方案业务毛利润及毛利率 (亿元)	29
图 56: 东航物流跨境电商货量及同比增速	30
图 57: 东航物流跨境电商解决方案收入及同比增速	30
图 58: 东航物流整体成本结构 (亿元)	31
图 59: 东航物流航空速运业务成本结构 (亿元)	31
图 60: 东航物流地面综合服务成本结构 (亿元)	31
图 61: 东航物流综合物流解决方案成本结构 (亿元)	31
图 62: 2018-2023 年全货机日利用率 (小时)	32
图 63: 2018-2023 年全货机载运率及客机货运业务载运率	32
图 64: 东航物流各项费用金额 (亿元)	32
图 65: 东航物流各项费用率	32
图 66: 东航物流前瞻 PE 变化趋势	36

表 1: 2024 年夏秋航季中货航全货机国际航线班次量 .....	10
表 2: 我国国际航线货邮吞吐量需求预测 .....	21
表 3: 东航物流收入预测结果 .....	34
表 4: 东航物流的成本拆分 .....	34
表 5: 东航物流未来 3 年盈利预测表 .....	35
表 6: 全货机货邮吨公里收益及单位航油成本变化对归母净利润影响的敏感性分析 .....	35
表 7: 同类公司估值比较 .....	36
表 8: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	37
表 9: 资本成本假设 .....	37
表 10: 东航物流 FCFE 估值表 (百万元) .....	37
表 11: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	38

## 公司概况：我国航空货运领军者，兼具周期与成长属性

### 深耕航空物流二十年，成为国内“航空物流第一股”

公司深耕航空物流行业二十年，完成混改并成功上市。2004年东航物流的前身，东远物流成立，成立之初东航股份、中远集团、中货航持有东远物流的股份比例分别为69.3%、29.7%、1%。2012年东航股份收购了中远集团、中货航所持有的东远物流股权并将中货航注入东远物流，同年东远物流更名为东航物流。2016年东航物流开启混改上市之路，2016年11月东航物流将自己从已上市的东航股份旗下剥离出来；2017年东航物流引入了联想控股、普洛斯投资、德邦物流等非国有资本，并实施了员工持股，由此东航股份持股比例降至45%；2018年12月东航物流整体变更为股份有限公司，完成股份制改革。2021年6月公司于上交所挂牌上市，成为国内“航空物流第一股”。2023年底，东航股份将其持有的东航物流股份全部无偿划转至中国东航集团，至此东航物流从集团控股的三级子公司变为二级子公司。

图1：东航物流历史沿革



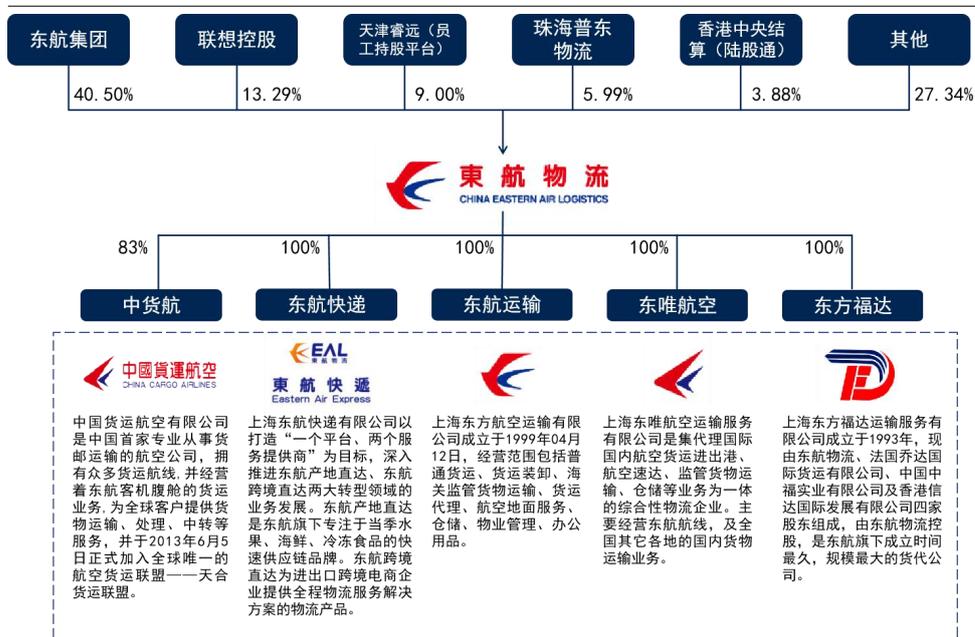
资料来源：招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司控股股东为东航集团，通过子公司中货航执行航空货运业务。**截至2024年二季度末，公司的控股股东为东航集团，合计持股40.5%，联想控股持股比例为13.3%，天津睿远持股比例为9.0%，珠海普东物流持股比例为6.0%，香港中央结算（陆股通）持股比例为3.9%。其中，天津睿远为员工持股平台，授予价格为2.87元/股，共169位核心员工通过平台对公司间接持股，已于2024年6月8日解禁。

参股及控股公司方面，公司控股子公司包括中货航、东航运输、东航快递等。其中，中货航是东航物流旗下盈利最高的子公司，中货航主营业务为国际地区及国内航空货邮运输业务，2023年中货航营业收入占东航物流总营收比例为64.7%，净利润占比为71.9%。中货航的前身东远货航成立于1998年7月，由东航股份与中远集团合资成立，同年更名为中国货运航空，并于2005年11月增资；2011年5月东航股份、中远集团、新加坡货航、长荣航空共同增资重组中货航，增资

后东航股份持有中货航 51%的股权；2014 年东航股份将其持有的中货航全部股权转让给东航物流；2015 年东航物流受让长荣航空、新加坡货航持有的中货航各 16%的股权，之后东航物流持有的中货航股份占比维持在 83%的水平。

图2：东航物流股权结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 兼具周期与成长属性，国际航空运价提供高弹性

由于业务经营与航空货运运价息息相关，公司营业收入和净利润呈现一定波动性。2020-2022 年，公司受益于疫情期间航空货运运价上行，3 年内营收分别实现 150.1/222.3/234.7 亿元，同比增速分别为 33.7%/47.1%/5.6%，进而带动公司归母净利润实现爆发式增长，2022 年公司归母净利润实现 36.37 亿元，3 年间公司归母净利润 CAGR 达到 66.5%。2023 年，由于全球疫情影响逐步消除，航空货运运价持续下滑导致公司收入和利润同比出现下滑，2023 年公司实现主营收入 206.2 亿元，同比下降 12.4%，实现归母净利润 24.9 亿元，同比下降 31.6%。2024 年，受益于全球货物贸易复苏以及跨境电商兴起，公司前三季度实现主营收入 177 亿元，同比增长 24%，实现归母净利润 20.7 亿元，同比增长 24%。

图3：东航物流的营业收入及同比增速

图4：东航物流归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**航空速运业务盈利弹性较大，地面综合服务业务毛利率高且稳健，综合物流解决方案业务具有成长性。**公司三大核心业务为航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案，2023年该三大业务的营业收入分别为91.2亿元、23.7亿元和91.3亿元，占公司总营收的比例分别为44.2%/11.5%/44.3%，其近5年收入的CAGR分别为6.6%/0.8%/35.6%。2023年公司综合毛利率为21.5%，其中，航空速运服务业务的毛利率为24.6%，地面综合服务业务的毛利率为40.5%，综合物流解决方案业务的毛利率为13.5%。2023年，三大业务的毛利润占比分别为50.5%/21.6%/27.8%。

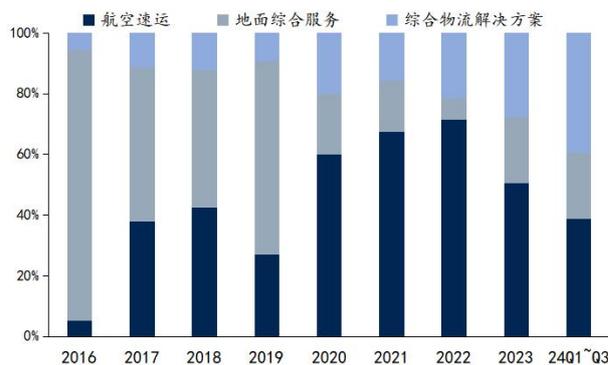
具体来讲，1) 航空速运业务的收入与利润表现很大程度上取决于运价，而运价又取决于供需结构，由于近几年国际空运供需结构变化较大，该业务的收入及利润规模的波动性较大；2) 地面综合服务业务依托机场货站资源经营稳健，是公司盈利的压舱石，除了2020-2022年受疫情不可抗力影响外，其他时候该业务的收入和利润表现均非常稳健；3) 综合物流解决方案业务是公司的新兴业务，帮助公司实现服务链条的延长，具有可持续的成长性。

图5: 东航物流营业收入结构构成



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

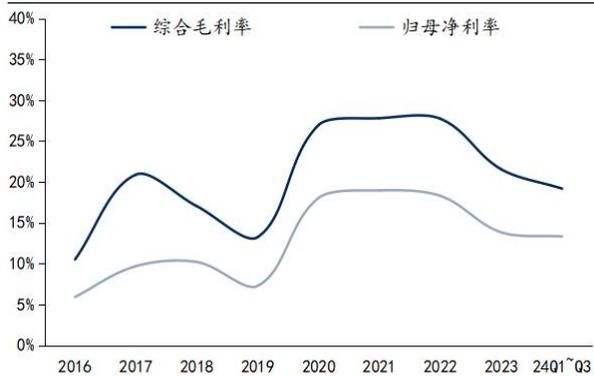
图6: 东航物流毛利润结构构成



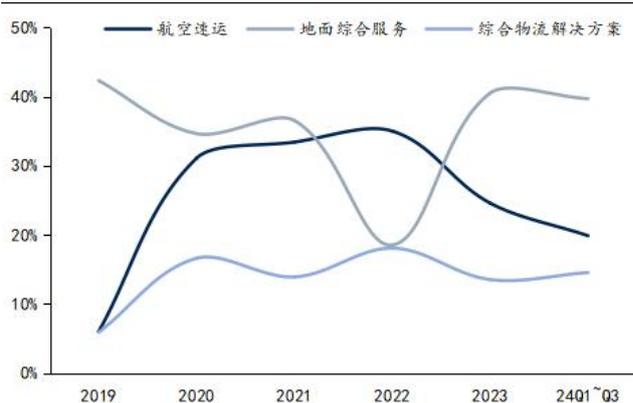
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 东航物流综合毛利率及归母净利率变化趋势

图8: 东航物流三大业务的毛利率变化趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

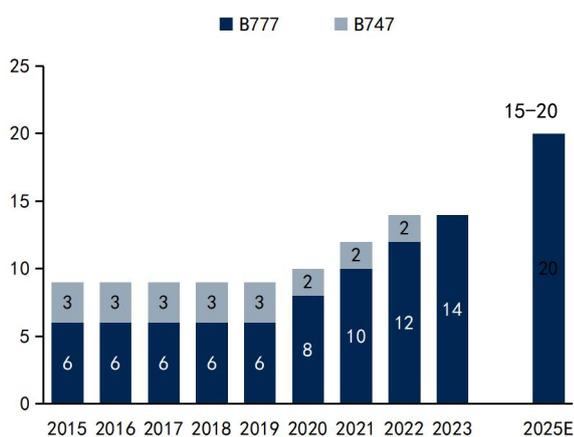


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 不断夯实竞争优势，产能稳步扩张

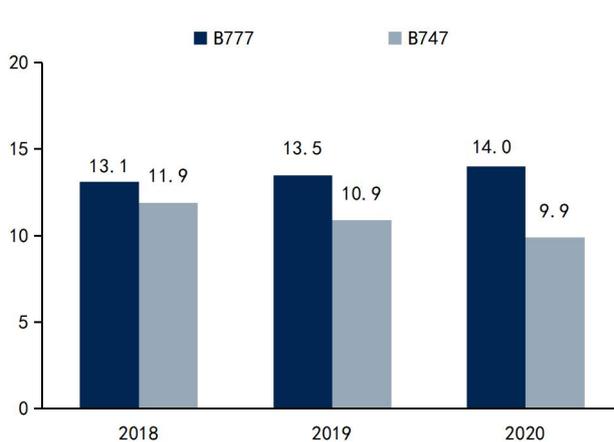
公司拥有“单一机型”宽体全货机机队，实现经营效率最优化。根据公司“十四五”全货机机队发展规划，东航物流“十四五”末预计运营的全货机机队规模将达到 15-20 架。截至 2023 年末，公司完成了机队的升级，14 架全货机均采用双发 B777 机型，平均机龄为 3.5 年。公司机队升级后带来的好处在于，1) 单一机型机队的经营效率高，有助于降低人员培训、飞机维护等成本，同时也进一步减小了航油价格波动的风险敞口；2) 年轻的机龄有利于提高运行安全系数并降低运行成本；3) 公司选择 B777 机型、淘汰 B747 机型是因为 B777 货机的运营效率更高、耗油量更低。

图9: 东航物流历史货机机队规模 (架)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 东航物流全货机两大机型 B777 和 B747 日利用小时数对比



资料来源: 招股书, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司全货机拥有优质的国际航线布局，欧美优质长航线布局持续加密。公司 14 架全货机全部执飞国际航线，经过二十多年的专业化运营和市场深耕，拥有丰富的航权时刻资源。2024 年夏秋航季，公司全货机的主要目的地包括德国法兰克福、

荷兰阿姆斯特丹、美国洛杉矶、美国纽约、美国芝加哥、美国安克雷奇、英国伦敦、日本东京、日本大阪等，周班次合计约 180 班。

从航线布局来看，美国、欧洲为东航物流重点布局的航线，2024 年夏秋航季公司周度航班量中欧美航线占比约 73%，相较于 2023 年冬春航季的占比提高了 7.4 个百分点，欧美长航线的运力投放占比提升有望提高公司的整体运营效率和盈利能力。

图11: 东航物流国际货运航线网络



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

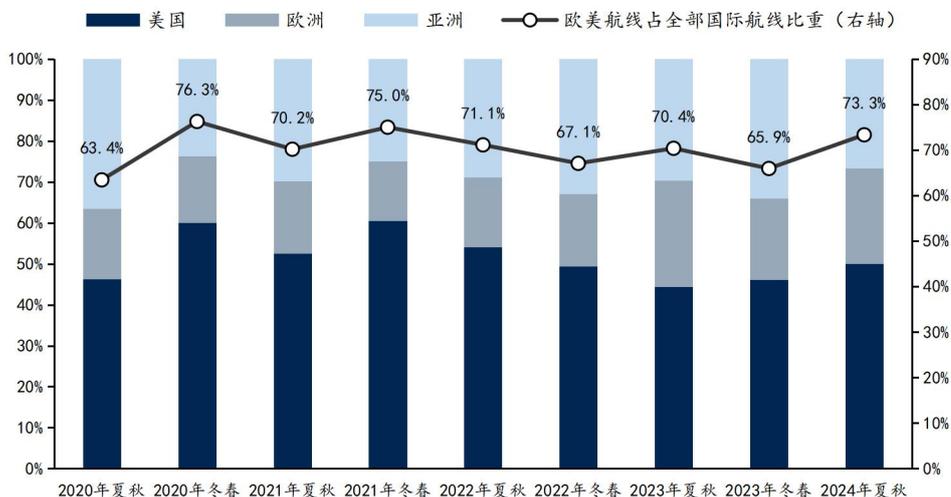
表1: 2024 年夏秋航季中货航全货机国际航线班次量

航线名称	周班次
上海浦东-阿姆斯特丹斯希普霍	15
上海浦东-法兰克福美茵	14
深圳宝安-伦敦斯坦斯特德	6
深圳宝安-上海浦东-伦敦斯坦斯特德	6
上海浦东-萨拉戈萨	1
上海浦东-洛杉矶国际	34
上海浦东-安克雷奇国际	21
上海浦东-纽约肯尼迪	7
深圳宝安-洛杉矶国际	14
上海浦东-芝加哥奥黑尔	14
上海浦东-东京成田	6
上海浦东-大阪关西	10
上海浦东-首尔仁川	12
上海浦东-新加坡樟宜	7
上海浦东-曼谷素万纳普	7
深圳宝安-雅加达苏加诺	6
<b>总计</b>	<b>180</b>

注：同一航线往返算作两班次

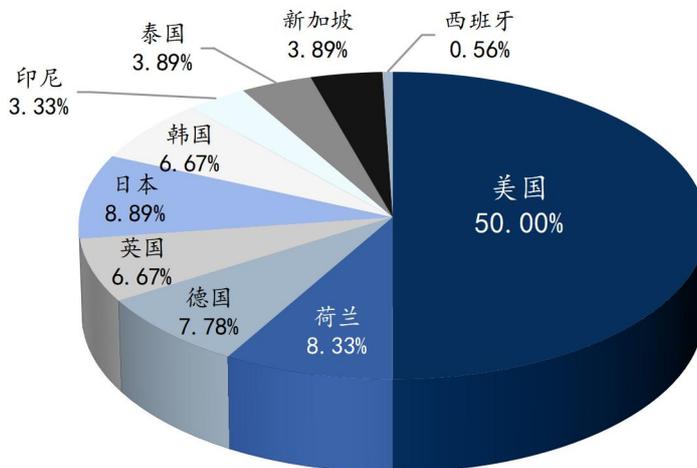
资料来源：Pre-flight，国信证券经济研究所整理

图12：2020-2024年东航物流全货机国际航线分布



资料来源：Pre-flight，国信证券经济研究所整理

图13：2024年夏秋航季东航物流全货机的国际航线运力分布情况

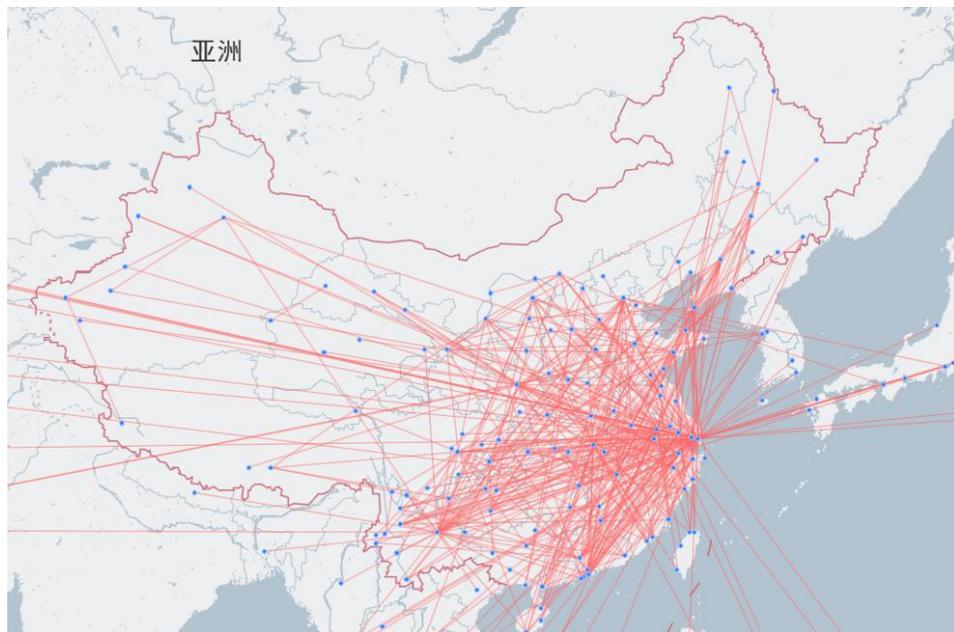


资料来源：Pre-flight，国信证券经济研究所整理

公司独家经营东航股份的客机腹舱货运业务，全球服务范围广阔。东航物流和中国东航均是东航集团旗下的子公司，现阶段东航物流独家经营中国东航客机腹舱的货运业务，大大增强了东航物流的竞争优势。在我国航空客运市场，2023年三大航的市场份额占比加总超过六成，其中东航的客运市场份额约19%，2023年底，中国东航共运营782架飞机，在全球范围航线布局广泛，其中在国内航网

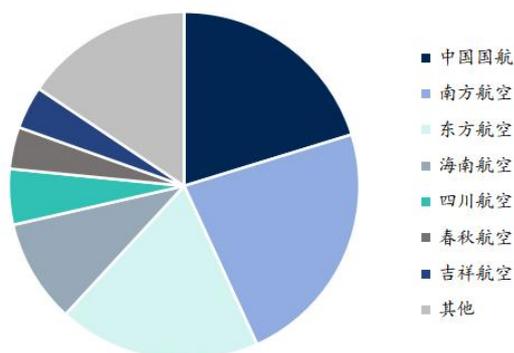
通达全部省会城市和重要城市，覆盖京津冀、珠三角、成渝、长江中下游、关中平原等国家级城市群；同时，国际航网依托天合联盟网络、代码共享与 SPA 协议，通达全球 166 个国家和地区的 1050 个目的地。

图14: 东方航空 2024 年夏秋航季客运航班航线网络图



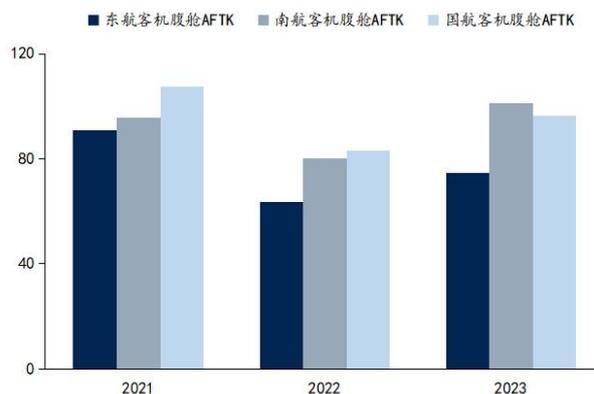
资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

图15: 2023 年我国民航客运市场份额结构（基于旅客运输量计算）



资料来源：航班管家，国信证券经济研究所整理

图16: 2021-2023 年三大航客机腹舱运力情况（亿吨公里）

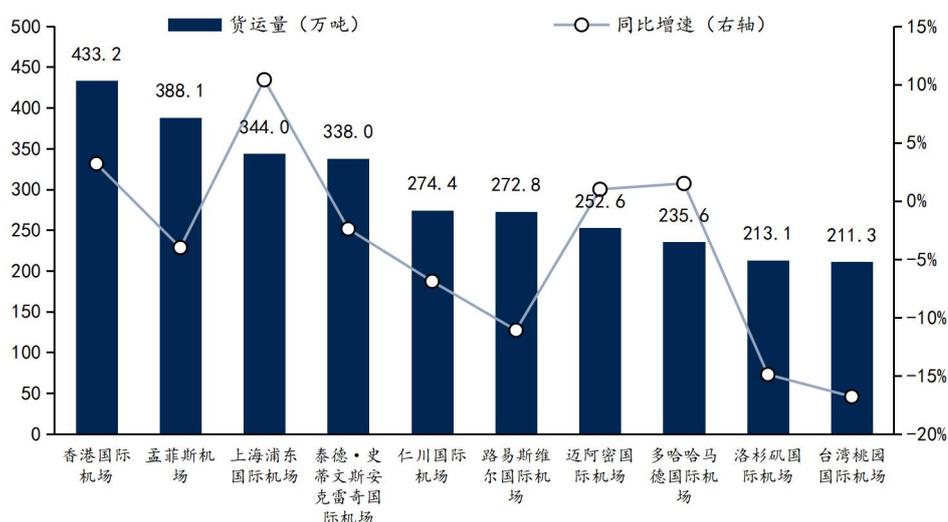


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所估算

**公司坐拥优质稀缺货站资源，构成地面综合服务业务的核心壁垒。**机场货站是航空货物进出机场绕不开的环节，公司在国内拥有核心机场的货站资源，区位优势明显。1) 公司在全国范围内拥有丰富的货站资源，目前自营货站 17 个，覆盖全国 10 省 11 市，其中上海两场 7 个，北京、昆明等地 10 个，货站操作场地和仓储面积达 150 万平方米。2) 公司在作为全球第三大航空货运枢纽的上海两场具

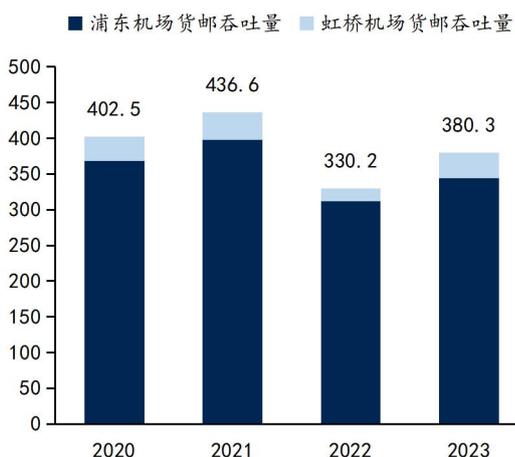
有明显的资源优势，拥有面积 125 万平方米的 6 个近机坪货站、1 个货运中转站，也是浦东机场仅有的两家运营跨境电商集中监管库的企业之一。上海浦东机场货邮吞吐量一直稳居国内第一，2023 年上海浦东和虹桥两场的货邮吞吐量达到 379.11 万吨，2023 年东航物流在上海两场完成的货邮处理量合计为 203.21 万吨，约占上海两大机场货邮处理量的 53.60%。

图17: 2023 年全球机场货运量 TOP10



资料来源: ACI, 国信证券经济研究所整理

图18: 上海虹浦两场货邮吞吐量 (万吨)



资料来源: 民航局, 国信证券经济研究所整理

图19: 东航物流在上海虹浦两场货邮处理量及其市场份额

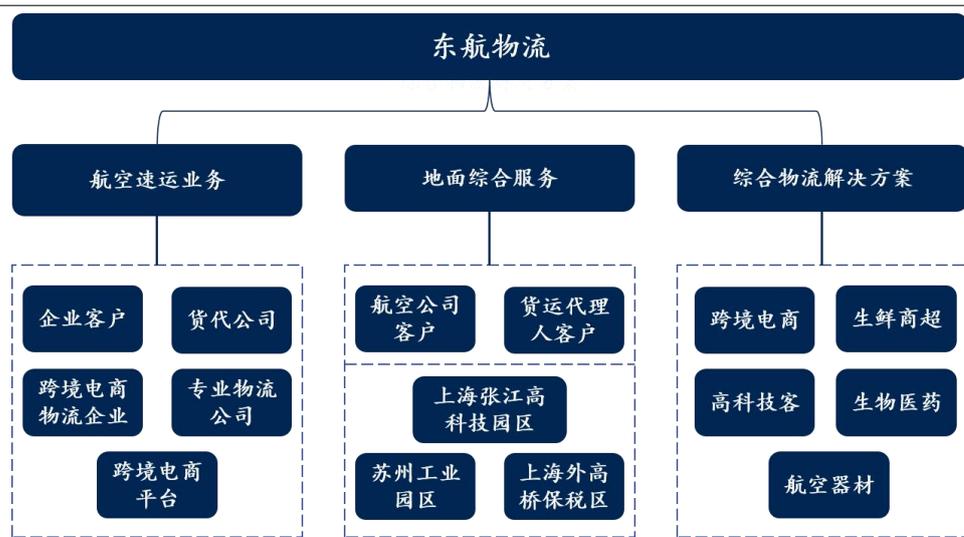


资料来源: 民航局, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**公司具有优质的客户资源，在业内拥有品牌影响力。**自成立以来，东航物流凭借独特稀缺的资源优势、以客户价值为导向的服务标准、稳定可控的产业链服务能力，积累了良好的口碑，获得客户及业界的高度认可，品牌效应彰显。公司客户

覆盖面不断扩大，积累了优质、稳定、多元化的客户资源。1) 航空速运方面，客户群体不仅包括国内外大中型企业客户、货代公司、专业物流公司等，还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；2) 地面综合服务方面，公司为众多国内外航空公司客户、货运代理人客户提供航空货邮地面代理服务，同时通过与上海外高桥保税区、上海张江高科技园区、苏州工业园区等地的管委会和海关合作探索区港联动，积累了众多高新技术产业客户；3) 综合物流解决方案方面，公司不断深耕跨境电商、产地直达、定制化物流解决方案等细分行业市场，目前已涵盖跨境电商、生鲜商超、高科技、生物医药、航空器材等细分领域的稳定客户群。

图20: 东航物流部分主要客户画像



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

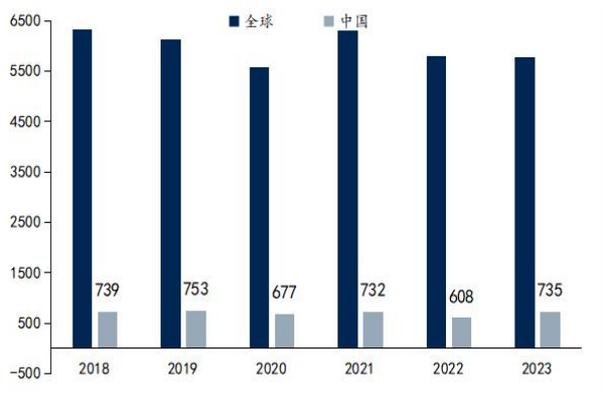
## 行业趋势：竞争格局比较集中，供需维持紧平衡态势

### 立足于资源禀赋，行业竞争相对集中

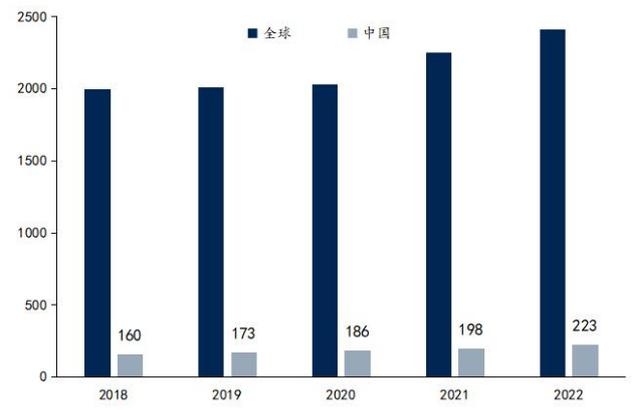
放眼全球，我国航空货运市场规模并不大，尚有较大发展空间。根据国际航空运输协会数据，2023 年全球航空货邮运输量估计约 5800 万吨，其中，中国民航业的货邮运输量达到 735 万吨，占全球的比例约 13%；2022 年全球货运飞机数量达到 2416 架，中国的全货机数量达到 223 架，占全球的比例约 9%。中美对比来看，2020 年美国民航货邮周转量达到 408 亿吨公里，同期中国民航货邮周转量为 240 亿吨公里，约为美国的六成；2021 年底美国拥有全货机数量约 1173 架，同期中国拥有全货机数量 198 架，不足美国的两成。

图21: 2019-2023 年全球及中国航空货邮运输量（万吨）

图22: 2018-2022 年全球及中国货运机队数量（架）



资料来源：ICAO，中国民航局，国信证券经济研究所整理

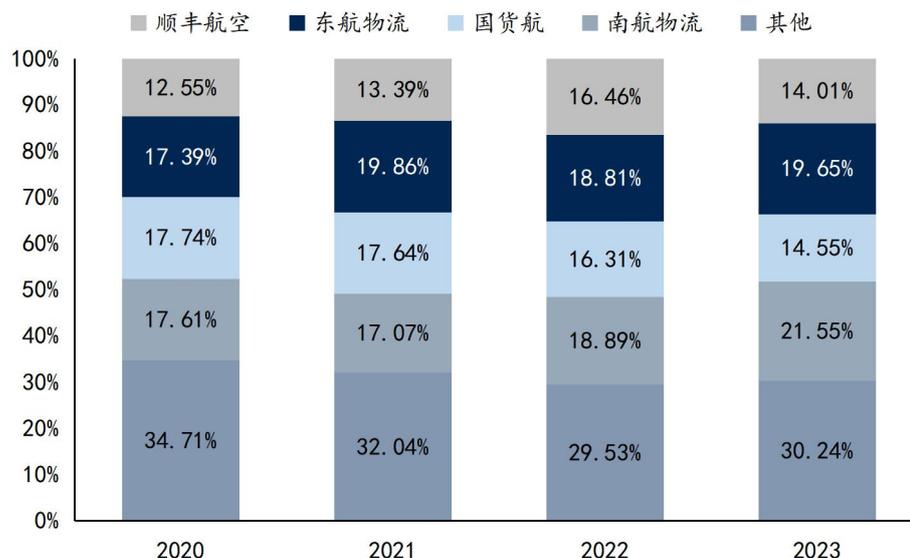


资料来源：Cirium，国信证券经济研究所整理

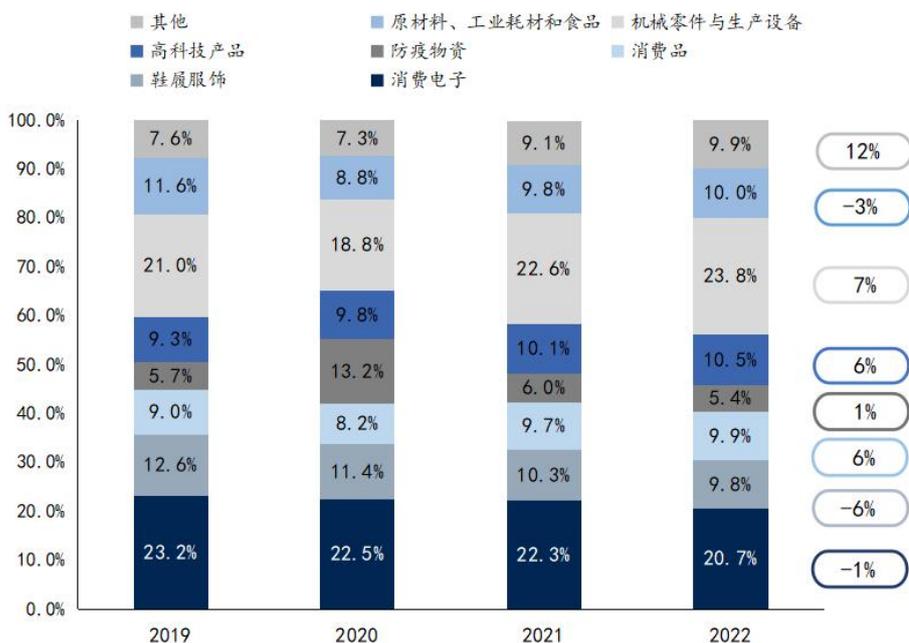
**我国民航货运市场竞争较为集中。**2023年，我国民航货运航空市场中，东航物流、南航物流、国货航、顺丰航空等作为主流玩家，其货邮运输量占我国民航货运市场的比例分别达到19.65%、21.55%、14.55%以及14.01%。其中，东航物流、南航物流、国货航既拥有客机腹仓资源也拥有全货机运力（2023年三者全货机数量分别为14架、17架、15架），顺丰航空则主要通过自营全货机进行运输（2023年运营全货机数量为103架）。

**但我国航空货运国内与国际两大市场的竞争情况差异较大。**1) 国内市场的主要玩家是三大航集团旗下的物流公司以及顺丰控股、中国邮政航空、中州航空等专业物流公司，国内航空货量全部由国内航司承运；2) 国际市场的主要玩家是国内外物流巨头（UPS、Fedex、顺丰控股、南航物流、东航物流、国货航等）以及国外客运航司，国外航司共承运了我国七成左右的国际航空货量。

图23：我国民航货运市场竞争格局（按货邮运输量计算）



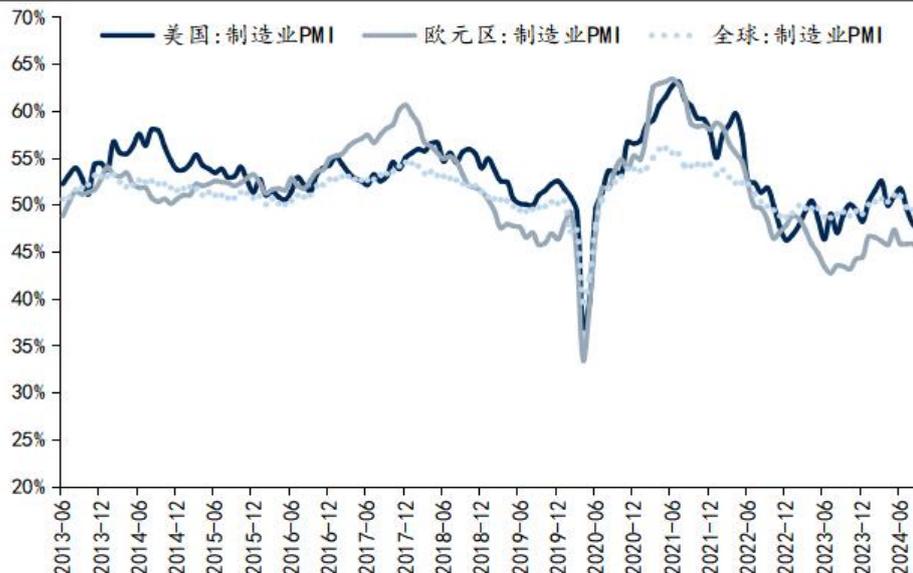




资料来源：中国民航局，罗兰贝格，国信证券经济研究所整理

1) 就传统普通货物的国际空运需求来说，上半年得益于全球制造业景气度上行、海外逐渐进入补库周期，普货的国际空运需求增长表现企稳回升。虽然近三个月全球制造业 PMI 均位于荣枯线以下，但是从最新我国出口数据来看，出口增长仍然具有韧性，10 月台风等短期扰动淡出，我国出口增速明显反弹，以美元计价，2024 年 10 月中国出口同比增长 12.7%，前值为 2.4%，虽然明年特朗普就任美国总统后会带来外贸政策的不确定性，但是未来一到两个季度外贸“抢出口”逻辑的确定性相对较高，我国普通货物的航空货运需求有望延续企稳回升的态势。

图26: 全球制造业 PMI 走势



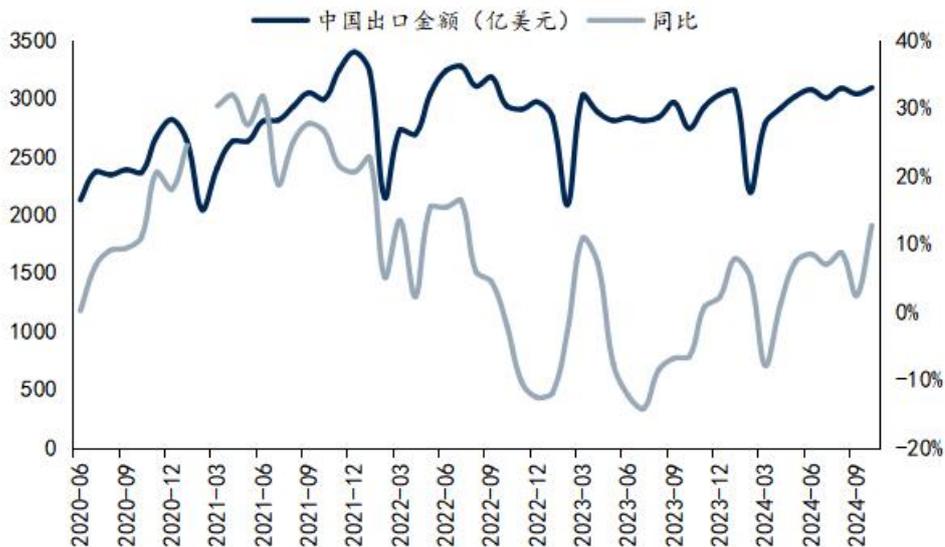
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 美国名义库存增速及库销比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 我国出口总值及同比增速



注: 删除了 2021 年 2 月同比数据的异常值

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

若明年中美之间贸易摩擦加大, 中国跨境航空货运需求可能会受到冲击, 但是我们认为整体影响可控。其一, 从历史数据来看, 我国跨境航空货运量的同比变化与我国整体进出口金额的同比变化呈现一致性趋势, 但是跨境航空货运量的波动性更小, 我们认为是因为航空运输的货物品类往往跟高科技产品和民生消费相关, 其下游需求更为刚性; 其二, 从出口流向来看, 中国跨境航空货运出口的目的地主要为欧洲、北美以及亚太地区, 2023 年中国航空货运出口至欧洲、北美、亚太市场的比例分别为 39.95%、21.56%、19.38%, 若未来出口流向结构发生变化, 航空货运公司也有能力及时调整航线结构来匹配运输需求。

图29: 2004-2023 年我国国际航线航空货邮吞吐量增速与我国进出口金额增速变化趋势对比

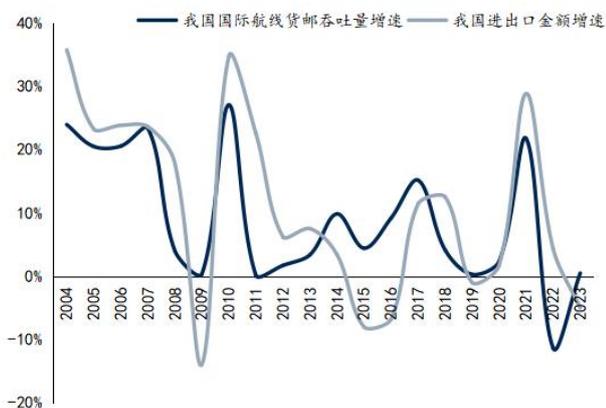
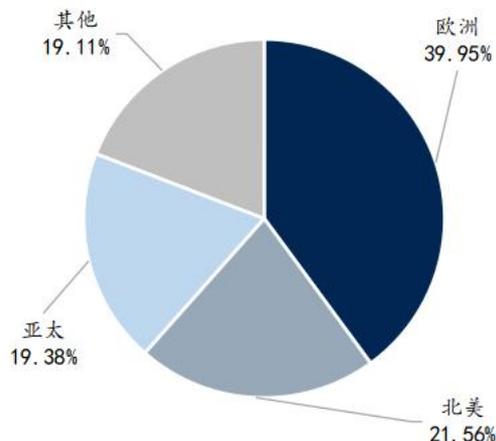


图30: 中国跨境航空货运出口的区域分布



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，Seabury，国信证券经济研究所整理

2) 就跨境电商的国际空运需求来说，得益于以 SHEIN、TEMU 为代表的跨境电商平台的高速发展，今年我国跨境电商空运货量将维持高增长态势。

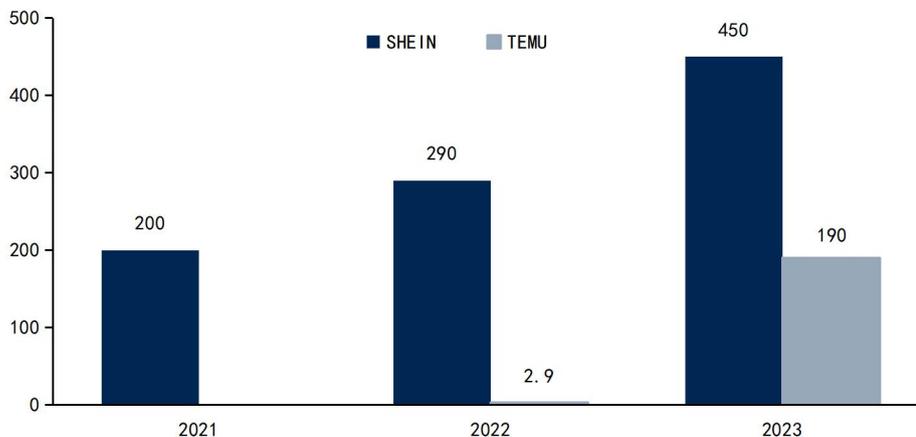
我国跨境电商市场规模超过 15 万亿元，其中跨境出口 B2C 电商仍然呈现较景气的态势。中国跨境电商行业规模自 2013 年的 3.2 万亿元增长至 2023 年 17.5 万亿元，年复合增速达到 18.5%，2023 年增速估计为 11.3%，其中，跨境出口 B2C 电商的规模自 2017 年的 9245 亿元增长至 2023 年的 3.7 万亿元，年复合增速达到 26.2%，明显高于同期整体跨境电商行业的增速，因此出口 B2C 模式在跨境电商行业中的占比也自 2017 年的 11.4% 提升至 21.4%。

图31：我国跨境出口 B2C 电商市场规模（十亿元）、增速及其在跨境电商行业中的占比



资料来源：网经社电子商务研究中心，国信证券经济研究所整理

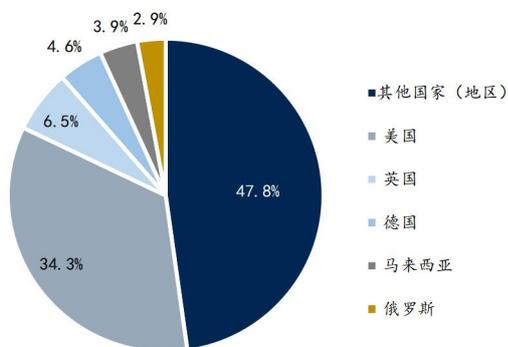
图32：TEMU 和 SHEIN 的 GMV 增长趋势（亿美元）



资料来源：艾瑞咨询，Business of Apps，网经社，国信证券经济研究所整理

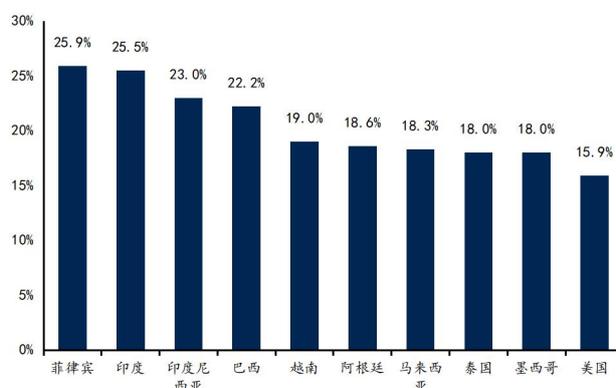
**我国跨境电商出口目的地以欧美为主，新兴市场正在崛起。**欧美等成熟市场为中国跨境卖家的主要目标市场，美国为中国跨境出口电商的第一大目的地。根据中国海关数据，从我国跨境出口电商销售目的地来看，2022年美国占比最大，为34.3%，英国、德国、马来西亚、俄罗斯分别占比6.5%、4.6%、3.9%、2.9%。此外还有新加坡、日本、加拿大、法国，以及泰国、菲律宾、巴西、越南等新兴市场国家，随着相关自由贸易协定与《区域全面经济伙伴关系协定》政策的落地，新兴市场逐步成为跨境卖家新一轮的“掘金点”，五个东南亚国家电子商务零售额增速居于全球TOP10，东南亚市场正在逐步崛起。

图33: 2022年中国跨境出口电商目的地分布



注：其他国家（地区）主要包括：新加坡、日本、加拿大、法国、泰国、菲律宾、巴西及越南等。

图34: 2022年全球各国电子商务零售额增速TOP10



资料来源：eMarketer，艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

资料来源：海关总署，艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

## 我国国际航空货运供需紧平衡，运价有望维持上涨态势

**未来一年，我国国际航空货运需求有望维持较快增长态势。**目前考虑到：1) 受益于今年上半年欧美制造业景气度回暖以及存在短期补库需求，今年我国国际航空的普通货物运输需求呈现止缩回升态势；2) SHEIN、TEMU等平台的快速发展带动跨境电商空运货量高增长，我们估计今年跨境电商贡献的货量将占到我国国际空运货量比例将近四成；3) 国内航空货运需求继续修复，我们预计2024年我国空运货量增速将达到双位数，其中国际空运货量将实现更快的增速。

表2: 我国国际航线货邮吞吐量需求预测

单位：万吨	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
1 我国民用运输机场完成货邮吞吐量	1710	1608	1783	1453	1683	2036	2174
增速	2.1%	-6.0%	10.9%	-18.5%	15.8%	21.0%	6.8%
1.1 国内航线	1064	947	979	741	968	1142	1199
增速	3.2%	-11.0%	3.4%	-24.4%	30.6%	18%	5%

1.2	国际航线	646	660	803	712	716	<b>894</b>	<b>975</b>
	增速	0.4%	2.2%	21.7%	-11.4%	0.5%	<b>25.0%</b>	<b>9.0%</b>
1.2.1	跨境电商货量					193	335	410
	增速						73.5%	22%
	跨境电商货量占国际货量比例					27%	37%	42%
1.2.2	国际普货货量					522	559	565
	增速						7%	1%
2	香港机场货邮吞吐量	480	447	503	420	433	442	451
	增速	-6.3%	-6.9%	12.5%	-16.5%	3.2%	2.0%	2.0%
3	大陆+香港国际货邮吞吐量	1126	1107	1306	1132	1149	1336	1426
	增速	-2.6%	-1.7%	18.0%	-13.3%	1.5%	16.3%	6.7%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

**未来一年，我国航空货运供给预计实现低速增长。**具体分析来看，可以按照国内和国际两部分来进行：

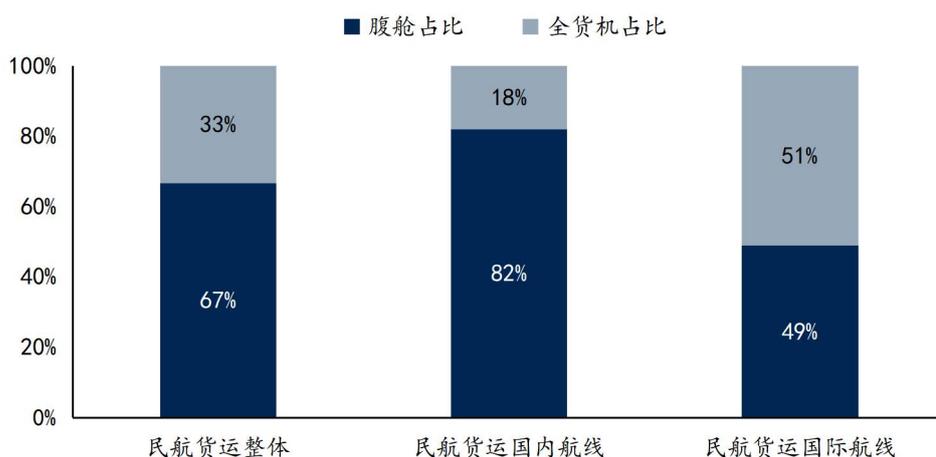
就国内航线市场来说，航空货运有客机腹舱和全货机两种运输方式，2019年，我国客机腹舱的载货量占了整个航空货运量的2/3，全货机仅仅占了1/3，其中，国内航线货物的客机腹舱载运量占比为82%，且货物全部由国内航司承运。因此，我国国内航空货运供给增长更多取决于客机腹舱的供给变化，我们预计2024年国内客机航班量增速仅为中低个位数。

就国际航线市场来说，我国国际航线上，客机腹舱的载运量占比为49%，且约三分之一的货量由我国航司承运，剩下三分之二由外国航司承运（2019年我国国际航空货运市场中，中国民航完成的货运量占比为33%，外航完成的货运量占比为67%）。因此，我国国际航空货运供给增长同时取决于客机腹舱和全货机的运力变化，我们预计2024年我国国际航空货运市场的运力增速仅为个位数：

1) 全货机运力方面，我们预计2024年我国全货机运力投放增速有望超过10%，而外国航司在中国投放的全货机运力增长比较有限（Cirium的数据显示，2023年四季度全球有近2200架全货机正在服役当中，相比2022年年底增加了5.6%）。

2) 客机腹舱运力方面，虽然我国国际客运航线的恢复会继续带动客机腹舱的货运供给明显增加，但我们认为该部分对我国航空货运供给的影响可控。原因在于两点，一是疫情期间，国际航空货运供需其实达成了新的平衡，比如在中美直飞航线客机腹舱运力受限的情况下，中转航线的供给大幅增加，因此我们看到疫情期间中美航线的货运可供运力并没有出现大幅下滑，我们有理由认为未来中美航线的货运可供运力也不会出现明显上升；二是今年国际航线恢复进度较慢，年初国际及地区运力供给约为2019年同期的七成左右，年底预计仅能恢复至2019年同期的八成左右。

图35：中国航空货运市场中全货机运量占比（2019年）



资料来源：中国民航局，国务院，国信证券经济研究所整理

图36: 我国全货机数量增长趋势



资料来源：民航局，国信证券经济研究所预测

图37: 全球全货机数量增长趋势



资料来源：Boeing Market Analysis，国信证券经济研究所整理

图38: 中国-美国直航航线可供运力变化趋势（亿吨公里）

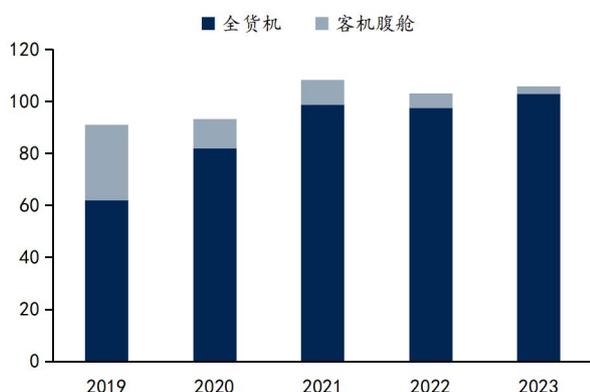
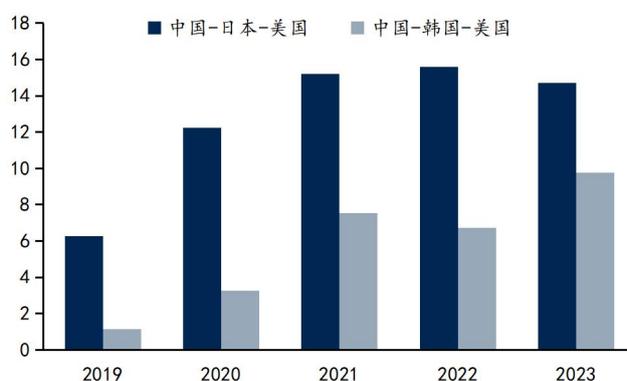


图39: 中国-美国的中转航线可供运力变化趋势（亿吨公里）

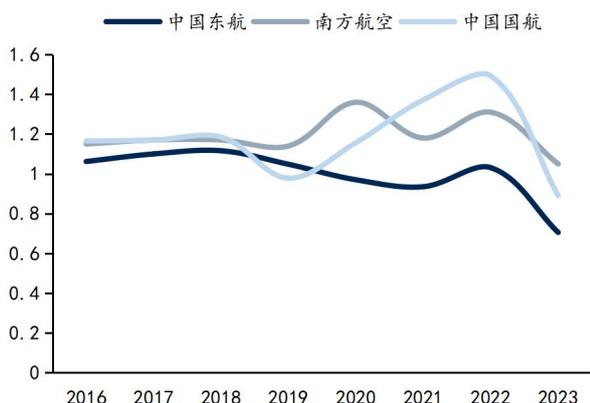


资料来源: Seabury, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Seabury, 国信证券经济研究所整理

综上, 我们认为现阶段我国航空货运市场的供需格局仍然趋紧, 尤其是国际航线方面, 受益于我国跨境电商的空运需求高增, 我国国际航空需求增速有望明显高于供给增速, 国际航空货运运价有望维持上涨趋势。

图40: 2016-2023 年三大航国内航线货运单价 (元/吨公里)



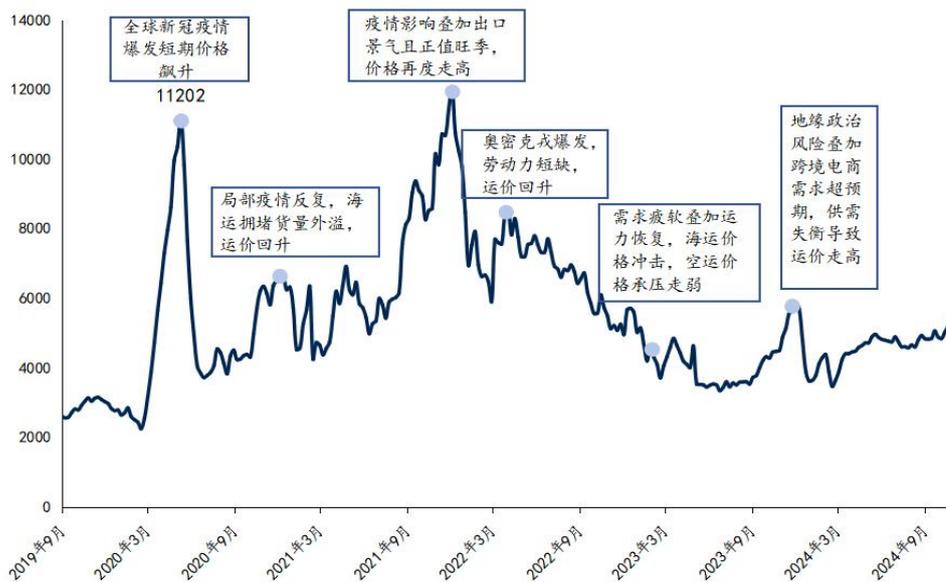
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图41: 2016-2023 年三大航国际航线货运单价 (元/吨公里)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图42: 浦东出境航空货运指数 BAI80 变化趋势



资料来源: TAC, 罗兰贝格, 国信证券经济研究所整理

## 公司业务：货站业务是基石，空运业务具备弹性，供应链业务具备成长性

依托旗下的“天网”及“地网”资源，公司构建了遍布全国、辐射全球的航线网络，在此基础上，逐渐形成了航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案三大业务板块。其中，航空速运服务包括全货机运输和客机腹舱运输，地面综合服务包括货站操作、多式联运以及仓储，综合物流解决方案业务包括跨境电商解决方案、同业项目供应链、航空特货解决方案以及产地直达解决方案。

### 航空速运业务：全货机运输有望受益运价上行

航空速运是东航物流的核心业务。公司航空速运业务包括全货机运输及客机腹舱运输，公司拥有且运营 14 架全货机以及独家经营东航航空的客机腹舱货运业务。截至 2023 年末，公司拥有上海、深圳至阿姆斯特丹、法兰克福、洛杉矶、伦敦、西雅图、芝加哥、纽约、东京等多个国际货运枢纽的 17 条全货机定班航线，同时拥有东方航空近 800 架飞机至日、美、欧、韩、东南亚及国内航线的客机货运业务。具体产品上，公司可以提供快运服务、航空特货服务、普货服务来满足客户不同的货物运输需求。

### 供需格局变化导致的运价波动会对航空速运业务的盈利能力造成较明显影响。

2020 年新冠疫情发生后，客机航班执行量骤减，腹舱货运的缺位致使航空货运运力供给陷入紧缺态势，推动航空货运运价大幅抬升，因此导致东航物流的航空速运业务收入和毛利润实现大幅增长。2022 年公司航空速运业务营业收入达到 132.84 亿元、毛利润达到 46.48 亿元、毛利率达到 35.0%，2018-2022 年该业务毛利润的年复合增速达到 42.7%。而 2023 年由于全球疫情影响逐步消除，航空货运运力持续增加，且全球的航空货运需求表现疲软，导致国际航空货运运价大幅下滑，从而致使 2023 年公司航空速运业务收入下滑至 91.17 亿元，毛利润下滑至 22.41 亿元，毛利率下降至 24.6%。

图43: 东航物流航空速运业务收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图44: 东航物流航空速运业务毛利润及毛利率（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

1) 全货机运输业务主要由子公司中货航执行，中货航全权运营全货机，兼顾揽货、货运操作及实际运输等各个环节，并负担货机运营成本以及运价波动的收益

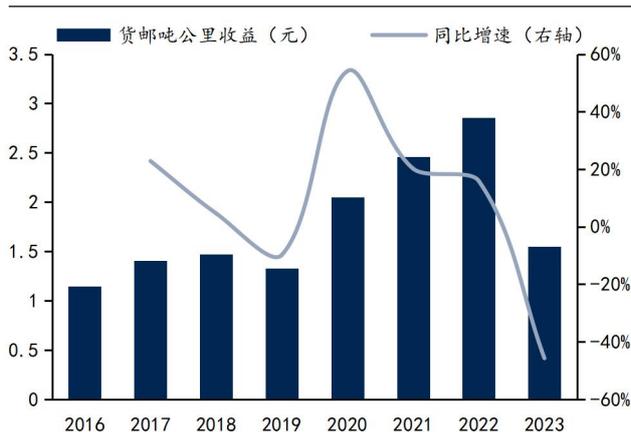
或风险。2018年至2023年，得益于全货机机队数量的增长以及机型的优化，公司全货机运输业务的可用货邮吨公里自32亿吨公里增长至52亿吨公里，年复合增速为7.8%；由于供需格局变化导致国际货运运价波动，货邮吨公里收益过去5年也呈现波动态势，2021-2022年为运价高点，2023年运价快速回落，从而导致全货机货运业务的收入规模及毛利率波动较大。

图45: 东航物流全货机业务 AFTK 增长趋势 (亿吨公里)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所估算

图46: 东航物流全货机业务货邮吨公里收益变化趋势 (元)

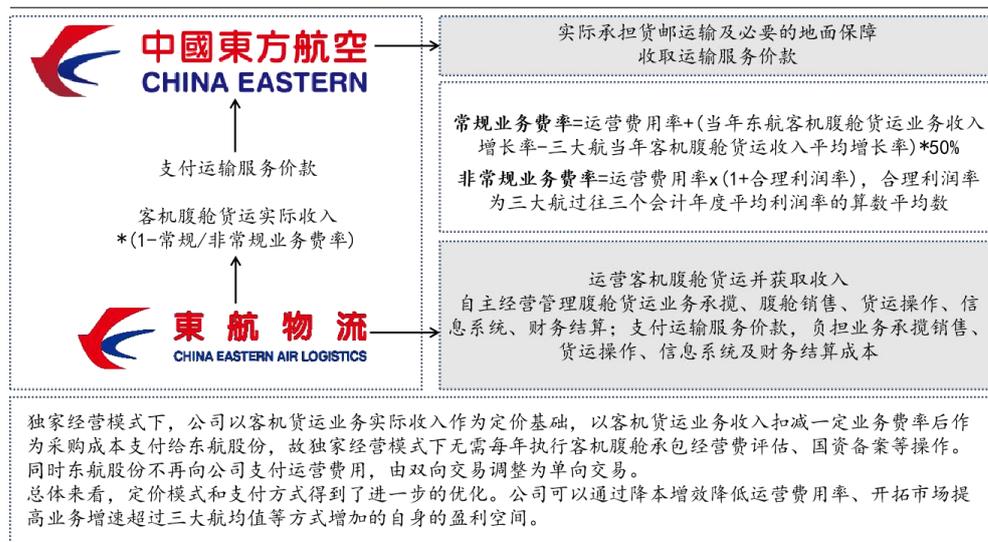


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所估算

**2) 客机腹舱货运业务是公司采用客机托运行李后富余的腹舱运力提供货运服务。东航物流独家运营东方航空的客机腹舱货运业务。**该业务模式经历过两次变化，完成了从委托经营到承包经营再到独家经营的模式飞跃。东航物流的客机货运业务并不介入实际运输的执行环节，仅为东航股份提供货运的代理服务，并不会承担运价波动的收益或风险，但是东航股份给予了东航物流一定程度上的灵活性和激励制度，给东航物流客机货运业务提供了一定的盈利弹性。

在独家运营模式下，东航物流支付给东航股份的服务价款本质上来自于客机货运实际收入扣减一定业务费率（以历史经验来看，业务费率一般在5%~10%之间），业务费率在相当程度上决定了东航物流的利润，该费率综合考虑了运营费用率及东航物流实际经营效率，充分考虑了东航物流经营的主观能动性，利于东航物流长期拓展业务。且从结果上看，独家运营的模式进一步平滑了东航物流客机腹舱业务的经营利润。

图47: 东航物流客机货运业务的独家经营模式概况



资料来源：招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

由于 2020-2023 年全球疫情影响反复以及我国出口需求起伏波动，航空货运供需格局波动较大，从而导致客机货运业务的货邮吨公里收益近几年波动也较大，2020-2022 年是货邮吨公里收益的短期高点，而 2023 年由于全球疫情影响逐步消除，航空货运运力持续增加，且全球的航空货运需求表现疲软，航空货运运价大幅下滑，东航股份的客机货运运价大幅下跌至 1.45 元。

图48: 东航股份客机腹舱业务 AFTK 增长趋势 (亿吨公里)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图49: 东航股份客机货运业务货邮吨公里收益变化趋势 (元)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 地面综合服务：规模稳定发展，盈利能力稳健

地面综合服务主要包括为客户提供货站操作、多式联运和仓储业务。具体而言，地面综合服务主要为客户提供航班进出口货物的组装、分拣、中转、仓储等地面服务，并协助完成航班的进出港货物单证信息操作。1) 货站操作服务主要包括货

物出港进港业务、其中，货物出港业务由预制单证、货物安检、入库组装、货物配载和出港待交接等核心环节构成，货物进港业务由进港交接、理货、分单、与货运代理人交接航空货运单等核心环节构成。2) 多式联运业务会为客户提供卡车航班与内场运输业务，根据协议约定为其提供从始发地至目的地的地面运输服务。3) 仓储业务指将指定仓库在指定期间租予货代用于货品仓储并收取仓库租金。

**依托资源禀赋和区位优势，地面综合服务成为公司的利润基石。**截至 2023 年底，公司拥有自营货站 17 个，覆盖 10 个省份的 12 个核心机场。地面综合服务业务的操作货量虽然增速并不快，但不同于充分竞争的航空速运业务，各个机场的地面综合服务的竞争格局往往比较集中，比如公司与上海浦东国际机场货运站有限公司在上海浦东机场已经形成双寡头竞争格局，因此公司的地面综合物流服务业务具有较强的议价能力，从而保证了该业务可以实现稳定的高毛利率，是公司的利润基石。2023 年公司地面综合服务业务毛利率达到 40.5%，毛利润达到 9.58 亿元，占公司总毛利比例为 21.6%。

图50: 东航物流地面综合服务业务收入及增速（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图51: 东航物流地面综合服务业务毛利润及毛利率（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

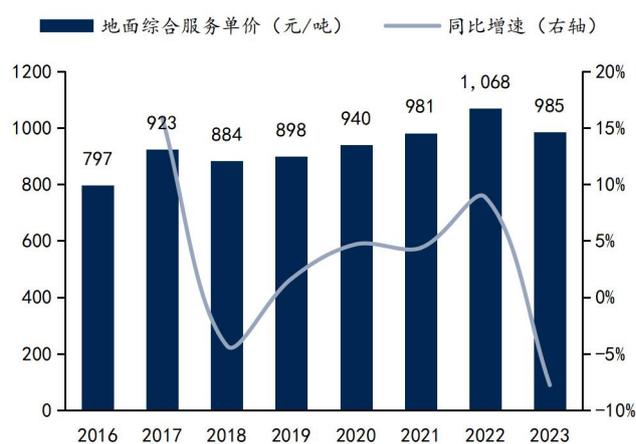
**货站操作环节是地面综合服务业务的核心收入来源，货量和单价表现整体稳健。**公司货站操作服务的收入核算基础为货站使用单价×操作货物重量。货量方面，由于公司超过八成的货站处理量都来自于上海两场，因此公司货站处理货量变化趋势与上海两场的货邮吞吐量一致，规模维持稳健。单价方面，货站服务收费标准由政策制定，根据民航局 2007 年 159 号文《关于印发民用机场收费改革实施方案的通知》和 2017 年 18 号文《关于印发民用机场收费标准调整方案的通知》，1) 对于内航国内航班，一类机场货站操作收费实施市场调节价，由运营方与航空公司综合考虑多因素协商决定，对于二类、三类机场采用政府指导价；2) 对于外航及国际及港澳台航班采用市场调节价；3) 对于货运代理人客户，货站使用单价均为市场调节价。值得注意的是，2017 年机场收费定价机制放开后，公司货站操作单价中枢提升显著。

图52: 东航物流货站操作量（万吨）

图53: 东航物流地面综合服务单价变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

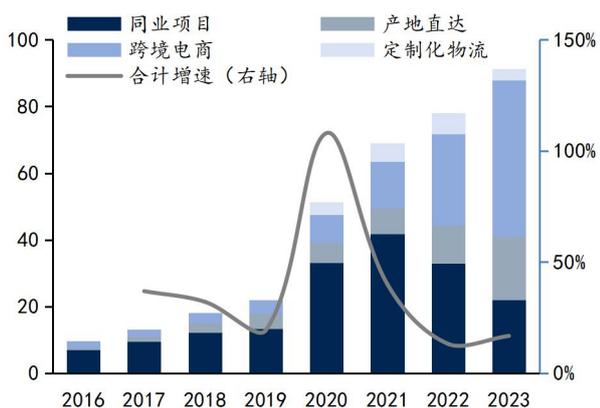
### 综合物流解决方案：乘势而上拓直客，把握跨境电商高增长机遇

综合物流解决方案是公司大力拓展的新兴业务，具有成长性，但盈利能力也会受航空货运运价波动影响。公司拓展综合物流解决方案业务，是顺应新生消费需求及行业发展趋势，充分发挥资源整合能力的体现，目前，综合物流解决方案业务已布局同业项目供应链、跨境电商解决方案、产地直达解决方案以及定制化物流解决方案四个方面服务，2023年该四项细分业务占综合物流解决方案的收入比重分别为23%/52%/21%/4%。其中，跨境电商解决方案及产地直达解决方案两大服务是公司顺应全球互通互联以及跨境电商规模快速发展的大趋势，开发出来的新服务产品；同业项目供应链服务是公司利用自身的航空货运运力核心资源，上下游服务链条逐步打通，针对快递、快运、快邮行业参与者空运资源有限等痛点，开发出来的新服务产品。

公司综合物流解决方案业务的竞争对手面向整个物流行业，参与者较多，行业集中度较低，市场化程度较高，行业竞争较为激烈，因此该业务毛利率水平相对偏低。由于综合物流解决方案业务中包括全货机运输环节，因此2020-2023年航空货运价格的大幅波动也会导致综合物流解决方案业务的毛利率出现较大的波动。

图54: 东航物流综合物流解决方案业务各细分板块营业收入及整体增速 (亿元)

图55: 东航物流综合物流解决方案业务毛利润及毛利率 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

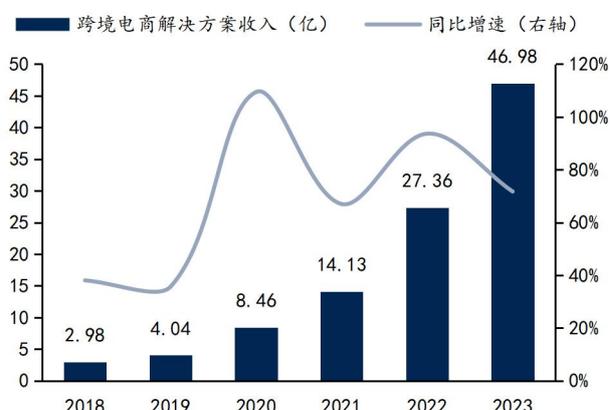
得益于跨境电商快速发展，跨境电商解决方案已经成为综合物流解决方案业务的最大收入贡献方。公司跨境电商解决方案服务主要为电商客户提供跨境直邮进口、出口小包等双向全程物流服务。近年来得益于跨境出口电商蓬勃发展，公司跨境电商解决方案业务量及收入均呈快速增长态势，2023年公司的跨境电商货量达到11万吨，同比增长83.6%，跨境电商解决方案收入规模达到46.98亿元，同比增加71.7%。

图56: 东航物流跨境电商货量及同比增速



资料来源: 招股书, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图57: 东航物流跨境电商解决方案收入及同比增速



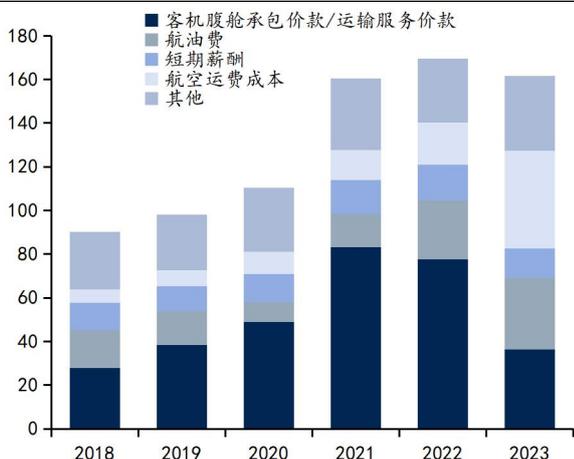
资料来源: 招股书, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 成本及费用：成本及效率仍有优化空间，费用管控良好

公司三大核心业务的成本结构差异较大。1) 航空速运业务的成本主要包括客机货运运输服务价款、全货机航油成本、全货机折旧、人员薪酬等，且由于公司机队规模变动不大，因此全货机的非油运营成本基本平稳；2) 地面综合服务业务的成本主要包括薪酬成本、折旧等，由于该业务规模维持稳健，整体成本也随之保持稳定；3) 综合物流解决方案业务由于涉及到全货机运输、客机腹舱运输、地面综

合服务等多环节经营，因此其成本既包括货机运输成本、客机货运运输服务价款，同时还包括地面综合服务业务相关的经营成本。

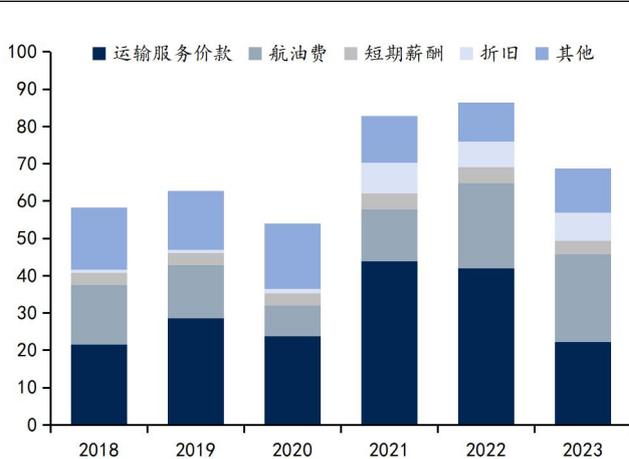
图58: 东航物流整体成本结构（亿元）



注：其他成本包括飞机经营租赁费用、飞发修理费用、地面服务费、租赁费、折旧、起降费、航路费

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图59: 东航物流航空速运业务成本结构（亿元）



注：其他成本包括飞机经营租赁费用、飞发修理费用、地面服务费、租赁费、折旧、起降费、航路费

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图60: 东航物流地面综合服务成本结构（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图61: 东航物流综合物流解决方案成本结构（亿元）



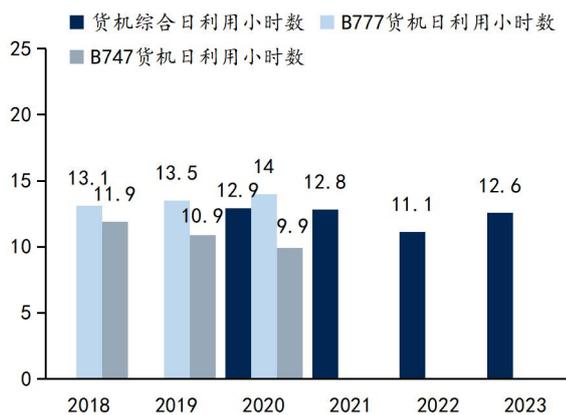
注：其他成本包括飞机经营租赁费用、飞发修理费用、地面服务费、租赁费、折旧、起降费、航路费

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

飞机运营效率尚有提升空间，航空速运业务和综合物流解决方案的成本有望继续优化。在全球宽体机机队规模扩张动力有限的前提下，需求的快速增长将率先带动现有的宽体机运载率和日利用率水平提升，进而提升航司整体资产周转水平并摊薄运营过程中的固定成本，助力利润率改善。1) 货机日利用率方面，2023年，

公司全货机综合日利用率为 12.6 小时，同比提升 12.85%，从 2018-2020 年历史数据来看，B777 货机日利用小时数可以超过 13 小时甚至达到 14 小时，公司的全货机利用率尚有提升空间。2) 载运率方面，全货机载运率稳中向好，常年维持在 84%左右；客机腹舱由于本质上依托客运航班的排班，且运力需优先考虑旅客行李托运，同时客运航班时刻并不会为了货运需求去调配，因此历史上客机腹舱载运率相对全货机显著偏低，约为 30%-40%。

图62: 2018-2023 年全货机日利用率（小时）



注：2020 年后东航物流不再披露各机型具体日利用时长

资料来源：招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

图63: 2018-2023 年全货机载运率及客机货运业务载运率



资料来源：招股书，公司公告，国信证券经济研究所整理

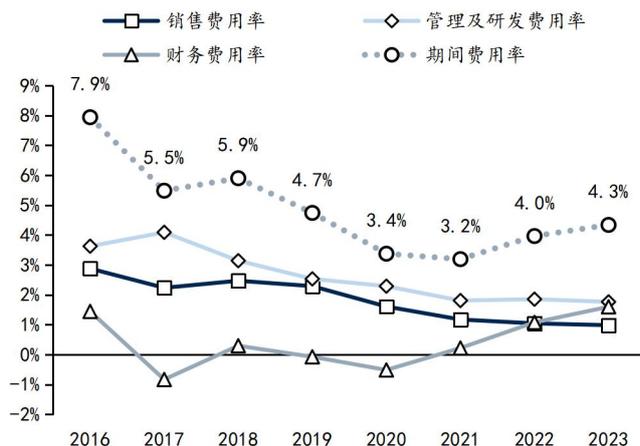
**公司费用整体管控良好。**得益于 2017 年的混合所有制改革，引入非国有战略投资者之后，公司管理能力有所提升，控费措施得到较好落实，近几年公司管理费用率和销售费用率下降趋势明显，费用控制成果显著。2023 年，销售费用和管理及研发费用分别同比下降 18.9%和 17.4%，两项费用合计占营业收入的比例同比下降 0.20 个百分点。近两年，融资租赁引进飞机产生的利息费用增加，导致财务费用显著提升。

图64: 东航物流各项费用金额（亿元）

图65: 东航物流各项费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提与盈利预测结果

公司航空速运业务贡献过半盈利，受运价影响弹性较大；地面综合服务业务收入和盈利较为稳健，不受运价波动影响；综合物流解决方案成长性较高，跨境电商高增长正在带动综合物流解决方案业务成长性持续兑现。我们对不同业务的收入和盈利能力预测假设如下：

1) 航空速运业务：综合考虑跨境电商需求较旺、客机腹舱运力持续释放以及公司全货机产能扩张等因素，我们预计，a) 全货机方面，2024-2026 年运价或实现 13%/3%/3% 的增长，全货机可用货邮吨公里（AFTK）增速为 8%/12%/10%，因此我们预计公司 2024-2026 年全货机业务的收入增长为 22%/15%/13%；b) 客机腹舱方面，2024-2026 年客机腹舱货运运价或实现 10%/3%/0% 的增速，公司客机腹舱可用货邮吨公里增速为 5%/3%/2%，因此我们预计公司 2024-2026 年客机腹舱业务的收入增长为 10%/6%/2%。

2) 地面综合服务业务：地面综合服务业务作为公司收入与利润的压舱石，业绩表现较为稳定，受运价走势和宏观环境扰动较小。公司核心货站产能仍然在稳步扩张，浦东机场西区货站二期、浦东机场智能货站项目稳步推进，完工后将分别贡献年货物处理能力 30 万吨、60 万吨，因此我们预计公司 2024-2026 年地面综合服务业务的收入增长为 5%/5%/5%。

3) 综合物流解决方案业务：a) 产地直达解决方案方面，公司持续利用自身航空物流资源优势打造产地直达解决方案特色业务，2018-2023 年该板块收入复合增长率为 45.16%，我们预计 2024-2026 年或实现 40%/30%/20% 的收入增速；b) 跨境电商解决方案方面，受益于行业高景气度，货量有望继续向上突破，我们预计 2024-2026 年跨境电商航空货量增速为 40%/30%/20%。因此，我们预计 2024-2026 年综合物流解决方案业务整体收入增速为 31%/23%/16%。

4) 成本及利润率: 公司主要成本包括, a) 燃油成本与公司运输量及油价变化挂钩; b) 折旧与公司飞机及货站产能投放多少相关; c) 短期薪酬、运输成本与地面综合服务业务扩张节奏挂钩。最终, 我们预计 2024 年全货机干线、客机腹舱干线、综合物流解决方案、地面综合服务四大业务毛利率分别约为 29%/6%/12%/39%。

表3: 东航物流收入预测结果

单位: (亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>					
<b>1 航空速运</b>	132.84	91.17	108.39	122.55	135.64
YOY	6.9%	-31.4%	18.9%	13.1%	10.7%
<b>其中:</b>					
<b>全货机</b>	89.46	66.87	81.61	94.15	106.67
YOY	15.0%	-25.2%	22.0%	15.4%	13.3%
<b>客机腹舱</b>	43.38	24.30	26.78	28.41	28.97
YOY	-6.7%	-44.0%	10.2%	6.1%	2.0%
<b>2 地面综合服务</b>	23.54	23.67	24.86	26.1	27.4
YOY	-18.0%	0.6%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>3 综合物流解决方案</b>	78.16	91.25	119.54	147.23	171.14
YOY	13.1%	16.7%	31.0%	23.2%	16.2%
<b>其中:</b>					
<b>产地直达解决方案</b>	11.46	19.08	26.71	34.73	41.67
YOY	51.0%	66.5%	40.0%	30.0%	20.0%
<b>跨境电商解决方案</b>	27.36	46.98	69.06	89.78	107.73
YOY	93.6%	71.7%	47.0%	30.0%	20.0%
<b>其他业务</b>	39.34	25.19	23.77	22.73	21.74
YOY	-16.9%	-36.0%	-5.6%	-4.4%	-4.4%
<b>4 合计</b>	<b>234.7</b>	<b>206.21</b>	<b>252.78</b>	<b>295.88</b>	<b>334.19</b>
YOY	<b>5.60%</b>	<b>-12.10%</b>	<b>22.6%</b>	<b>17.1%</b>	<b>12.9%</b>
<b>核心经营数据</b>					
<b>全货机 AFTK (亿吨公里)</b>	37.37	51.97	56.13	62.87	69.15
YOY	1.2%	39.1%	8.0%	12.0%	10.0%
<b>全货机货邮吨公里收益 (元)</b>	2.85	1.55	1.75	1.80	1.86
YOY	15.9%	-45.8%	13.0%	3.0%	3.0%
<b>客机腹舱 AFTK (亿吨公里)</b>	63.5	74.8	78.5	80.9	82.5
YOY	-30.1%	17.8%	5.0%	3.0%	2.0%
<b>生鲜产品进口量 (万吨)</b>	1.05	2.16	2.59	3.11	3.73
YOY	29.6%	105.7%	40.0%	30.0%	20.0%
<b>跨境电商航空货量 (万吨)</b>	5.99	11.00	15.40	20.02	24.02
YOY	50.5%	83.5%	40.0%	30.0%	20.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

表4: 东航物流的成本拆分

单位: 亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>1 航空速运业务</b>						
成本	82.78	86.37	68.76	76.69	85.46	91.87
Yoy	53.6%	4.3%	-20.4%	11.5%	11.4%	7.5%
毛利率	33.4%	35.0%	24.6%	29.2%	30.3%	32.3%
<b>2 地面综合服务业务</b>						

成本	18.22	19.18	14.09	15.27	16.03	16.83
Yoy	22.4%	-18.0%	0.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	18.8%	5.3%	-26.5%	8.3%	5.0%	5.0%
<b>3 综合物流解决方案业务</b>						
成本	59.48	64.05	78.92	105.19	129.56	150.61
Yoy	44.6%	7.7%	23.2%	33.3%	23.2%	16.2%
毛利率	13.9%	18.1%	13.5%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>4 合计</b>						
总营业成本	160.48	169.60	161.77	197.15	231.05	259.31
Yoy	45.4%	5.7%	-4.6%	21.9%	17.2%	12.2%
综合毛利率	27.7%	27.7%	21.5%	22.0%	21.9%	22.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表5：东航物流未来3年盈利预测表

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	234.55	206.10	252.78	295.88	334.19
营业成本	169.60	161.77	197.15	231.05	259.31
销售费用	2.44	2.02	2.50	2.88	3.22
管理费用	4.11	3.33	3.87	4.44	4.95
财务费用	2.52	3.29	1.79	2.21	2.19
营业利润	57.21	37.49	46.70	54.24	63.02
利润总额	57.22	37.54	46.70	54.24	63.02
归属于母公司净利润	36.37	24.88	30.49	35.42	41.15
EPS	2.29	1.57	1.92	2.23	2.59
ROE	26.89%	16.10%	17.3%	17.6%	17.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

综上所述，预计东航物流 2024-2026 年分别实现营收 252.8/295.9/334.2 亿元，同比分别增长 23%/17%/13%，归母净利润分别为 30.5/35.4/41.2 亿元，同比分别增长 23%/16%/16%，每股收益分别为 1.92/2.23/2.59 元。

## 盈利预测的敏感性分析

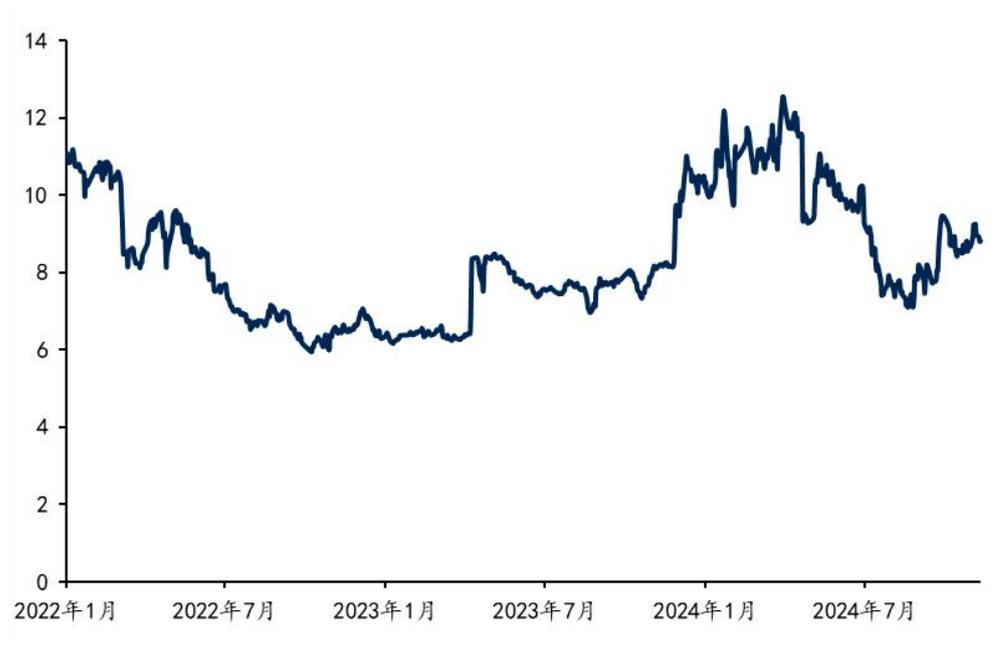
未来两年，公司全货机货邮吨公里收益变化和单位航油成本波动对公司未来盈利影响较大，因此我们围绕这两个核心变量做了敏感性分析：

表6：全货机货邮吨公里收益及单位航油成本变化对归母净利润影响的敏感性分析

归母净利润（亿元）	2024 年东航物流全货机货邮吨公里收益（元）					
	1.57	1.66	1.75	1.84	1.92	
0.41	26.76	29.29	32.05	34.80	37.10	
2024 年单	0.43	26.03	28.55	31.31	34.07	36.37
位航油成	0.45	25.29	27.82	30.49	33.33	35.63
本假设值	0.47	24.56	27.09	29.84	32.60	34.90
（元）	0.49	23.82	26.35	29.11	31.86	34.16

资料来源：国信证券经济研究所分析

图66: 东航物流前瞻 PE 变化趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 估值与投资建议

考虑到公司兼具成长和周期属性，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 相对估值：目标价 19.2-21.2 元

由于 A 股市场没有航空货运的可比物流公司，我们参考东航物流自身业绩增长情况寻找合理的目标估值，由于我们预测东航物流未来 3 年归母净利润的年复合增速约 18%，考虑到公司业绩还具有明显的周期属性，业绩潜在的波动性较大，我们认为在 PEG 等于 1 的基础上给予一定折价即为合理估值，因此我们认为给予东航物流 10-11 倍目标 PE 估值是合理的。基于东航物流 2024 年 30.5 亿元的归母净利润预测值，我们得到公司的合理市值为 305-336 亿元，对应的目标价为 19.2-21.2 元。

表7: 同类公司估值比较

公司代码	公司名称	主营业务	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)	PE	23-25 年净利润 CAGR 预测值		
					2024E	2025E	2024E	2025E	
603128.SH	华贸物流	跨境物流	6.18	80.9	0.51	0.58	12.1	10.7	11%
002352.SZ	中国外运	跨境物流	5.34	389.5	0.54	0.59	9.9	9.1	1%

600233.SH 顺丰控股 综合物流服务 42.32 2038.1 2.08 2.42 20.3 17.5 19%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

### 绝对估值：19.0-21.4 元

我们将公司分为可预测期（2024-2026 年）、过渡波动期（2027-2033 年）和永续成长期三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

1) 我们认为在可预测的未来三年内，跨境电商维持高景气度以及全货机运力供给增长受限有望支撑我国航空货运供需格局有望维持紧平衡，运价中枢有望稳步上行，从而使得东航物流收入和利润维持较快增长态势。

2) 2027 年以后，我国跨境电商可能已经迈过高速成长阶段，我国航空货运运价受供需格局变化影响可能出现波动，从而使得东航物流收入和利润表现会出现周期性波动。

3) 2034 年以后，我们预测东航物流的 FCFF 永续增长率为 1.0%

表8：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	47.09%	5.59%	-12.14%	22.58%	17.05%	12.95%	10.00%	0.00%
营业成本/营业收入	72.21%	72.28%	78.46%	77.99%	78.09%	77.59%	77.06%	80.00%
管理费用/营业收入	1.62%	1.64%	1.49%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
销售费用/销售收入	1.17%	1.04%	0.98%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
营业税及附加/营业收入	0.22%	0.34%	0.21%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
所得税税率	25.46%	25.01%	24.02%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	3.72%	40.31%	22.91%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表9：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.55	T	25.00%
无风险利率	1.85%	Ka	12.42%
股票风险溢价	6.82%	有杠杆 Beta	1.68
公司股价（元）	15.36	Ke	13.32%
发行在外股数（百万）	1588	E/(D+E)	89.82%
股票市值(E, 百万元)	24385	D/(D+E)	10.18%
债务总额(D, 百万元)	2764	WACC	12.4%
Kd	5.50%	永续增长率（10年后）	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 19.6-21.7 元。从估值方法特征来看，以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司，在成长股预测中存在失真现象（以特斯拉为例，在 2019 年以 DCF 折现法及 EV/销量为指标的相对估值法的对比中，后者数值为前者数值 2-3 倍，最终股价反应贴近后者）。

表10：东航物流 FCFF 估值表（百万元）

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
--	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	----

EBIT	4,830	5,627	6,523	7,373	6,292	4,231	5,028	5,129	5,232	5,337
所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT*(1-所得税税率)	3,623	4,221	4,893	5,530	4,719	3,173	3,771	3,847	3,924	4,003
折旧与摊销	392	497	617	751	888	1,026	1,153	1,266	1,375	1,482
营运资金的净变动	690	569	485	428	479	520	162	306	308	309
资本性投资	(1,353)	(2,053)	(2,053)	(2,053)	(2,053)	(2,053)	(1,587)	(1,587)	(1,587)	(1,587)
FCFF	3,352	3,234	3,943	4,655	4,033	2,666	3,500	3,833	4,020	4,207
PV(FCFF)	2,983	2,560	2,778	2,918	2,249	1,323	1,546	1,506	1,406	1,309
核心企业价值	32,191									
减：净债务	252									
股票价值	31,939									
每股价值（元）	20.12									

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表11：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		11.98%	12.18%	12.38%	12.58%	12.78%
永续 增长 率变 化	1.6%	21.38	20.97	20.57	20.19	19.82
	1.3%	21.12	20.72	20.34	19.97	19.61
	1.0%	20.88	20.49	20.12	19.76	19.41
	0.7%	20.65	20.27	19.91	19.56	19.22
	0.4%	20.43	20.06	19.71	19.37	19.04

资料来源：国信证券经济研究所分析

### 投资建议：“优于大市”评级

我们预计 2024-2026 年东航物流的归母净利润为 30.5/35.4/41.2 亿元，EPS 为 1.92/2.23/2.59 元，对应 PE 9/8/7 倍，公司合理估值为 19.2-21.2 元（对应 24 年 PE 为 10-11 倍），相对于公司目前股价有 16%-28%溢价空间。考虑到公司将持续受益于跨境电商带来的航空运输需求景气，以及公司龙头地位显著，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值风险

我们给予了东航物流 10-11 倍的目标 PE 估值，若以 Temu、Shein 等为代表的跨境电商平台成长速度低于预期，则会弱化航空货运公司的成长性，从而压制航空货运公司的估值水平，进而出现公司目标 PE 估值高估的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们预测公司未来 3 年收入增长 23%/17%/13%，若全球宏观经济表现大幅低于预期或者跨境电商贡献的航空货运需求增长低于预期，则会导致公司货量及运价表现均低于预期，存在高估未来 3 年收入增长及盈利能力表现的风险。
- ◆ 我们预计公司今明两年的资本开支会呈上升趋势，若实际资本开支低于预期，则意味着公司引进飞机进度受阻，存在未来 3 年收入及业绩预期高估的风险。

### 国际贸易政策风险

- ◆ 特朗普明年正式上任后，中美之间可能会面临更多的国际贸易摩擦，从而会对我国出口会造成负面影响，导致我国国际航空货运需求低于预期，存在未来 3 年收入及业绩预期高估的风险。
- ◆ 现阶段，美国对 800 美元以下的跨境小包免征关税，以及欧盟对从非欧盟电商平台购买的价值 150 欧元以下的商品免征口关税。若未来欧美取消低货值包裹的免税政策，则会对我国以 Temu、Shein 等为代表的跨境电商平台造成负面影响，从而会导致公司货量及运价表现均低于预期，存在高估未来 3 年收入增长及盈利能力表现的风险。

### 油价波动风险

东航物流航油成本在总成本中占比约两成左右，若未来 3 年航油价格出现大幅上涨，公司则会面临成本大幅上涨的压力，从而存在未来利润高估的风险。

### 减持风险

天津睿远企业管理合伙企业为员工持股平台，持有东航物流 9.0% 的股份比例，近期发布公告计划在 2024 年 11 月 19 日至 2025 年 2 月 18 日期间减持数量不超过 47.6 百万股，合计减持比例不超过 3%，其中集中竞价交易减持不超过 15.9 百万股，大宗交易减持不超过 31.8 百万股。未来三个月，该大股东减持或对股价构成负面影响。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9533	9243	11832	13855	16229	营业收入	23470	20621	25278	29588	33419
应收款项	2137	1951	2424	2837	3205	营业成本	16964	16180	19715	23105	25931
存货净额	37	34	42	50	56	营业税金及附加	80	44	51	59	67
其他流动资产	217	356	430	503	568	销售费用	244	202	253	296	334
<b>流动资产合计</b>	<b>11924</b>	<b>11583</b>	<b>14728</b>	<b>17245</b>	<b>20057</b>	管理费用	411	333	391	456	513
固定资产	3837	3665	4652	6235	7681	研发费用	23	30	38	44	50
无形资产及其他	323	299	288	277	266	财务费用	252	329	179	221	224
投资性房地产	9983	13169	13169	13169	13169	投资收益	35	1	3	3	3
长期股权投资	0	32	32	32	32	资产减值及公允价值变动	1	(0)	15	15	0
<b>资产总计</b>	<b>26068</b>	<b>28748</b>	<b>32869</b>	<b>36958</b>	<b>41206</b>	其他收入	167	214	(38)	(44)	(50)
短期借款及交易性金融负债	2978	2341	2764	2942	2957	营业利润	5721	3749	4670	5424	6302
应付款项	1078	1818	2390	2796	3131	营业外净收支	1	6	0	0	0
其他流动负债	1726	1412	1601	1874	2098	<b>利润总额</b>	<b>5722</b>	<b>3754</b>	<b>4670</b>	<b>5424</b>	<b>6302</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5783</b>	<b>5571</b>	<b>6755</b>	<b>7612</b>	<b>8186</b>	所得税费用	1431	902	1167	1356	1576
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	654	364	453	527	612
其他长期负债	5600	6197	6682	7067	7432	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3637</b>	<b>2488</b>	<b>3049</b>	<b>3542</b>	<b>4115</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>5600</b>	<b>6197</b>	<b>6682</b>	<b>7067</b>	<b>7432</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>11383</b>	<b>11769</b>	<b>13438</b>	<b>14679</b>	<b>15618</b>	净利润	3637	2488	3049	3542	4115
少数股东权益	1162	1526	1844	2212	2641	资产减值准备	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
股东权益	13523	15453	17587	20066	22947	折旧摊销	408	425	392	497	617
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26068</b>	<b>28748</b>	<b>32869</b>	<b>36958</b>	<b>41206</b>	公允价值变动损失	(1)	0	(15)	(15)	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	252	329	179	221	224
每股收益	2.29	1.57	1.92	2.23	2.59	营运资本变动	(4266)	(2113)	690	569	485
每股红利	0.92	0.36	0.58	0.67	0.78	其它	391	282	318	369	429
每股净资产	8.52	9.73	11.08	12.64	14.45	<b>经营活动现金流</b>	<b>169</b>	<b>1081</b>	<b>4434</b>	<b>4961</b>	<b>5646</b>
ROIC	26.96%	14.52%	18%	20%	22%	资本开支	0	(225)	(1353)	(2053)	(2053)
ROE	26.89%	16.10%	17%	18%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	28%	22%	22%	22%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>(257)</b>	<b>(1353)</b>	<b>(2053)</b>	<b>(2053)</b>
EBIT Margin	24%	19%	19%	19%	20%	权益性融资	45	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	21%	21%	21%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	6%	-12%	23%	17%	13%	支付股利、利息	(1466)	(570)	(915)	(1062)	(1234)
净利润增长率	0%	-32%	23%	16%	16%	其它融资现金流	2728	25	423	178	15
资产负债率	48%	46%	46%	46%	44%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(159)</b>	<b>(1115)</b>	<b>(492)</b>	<b>(884)</b>	<b>(1219)</b>
股息率	5.6%	2.2%	3.5%	4.0%	4.7%	<b>现金净变动</b>	<b>10</b>	<b>(290)</b>	<b>2589</b>	<b>2024</b>	<b>2374</b>
P/E	7.2	10.6	8.6	7.4	6.4	货币资金的期初余额	9523	9533	9243	11832	13855
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1	货币资金的期末余额	9533	9243	11832	13855	16229
EV/EBITDA	6.1	8.9	7.6	6.7	5.9	企业自由现金流	0	999	3352	3234	3943
						权益自由现金流	0	1024	3524	3153	3696

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032