

后疫情时代对我国航空物流的思考

前言：新冠肺炎疫情持续蔓延，对全球物流供应链产生巨大而深远的影响，在全球跨境物流需求高增长、航空货运供给受限的背景下，航空物流迎来繁荣。在当前时点，我们对航空物流行业进行深度剖析，试图回答：疫情对我国航空物流产生哪些影响？如何看待后疫情时代的航空物流市场？产业链有哪些投资机会？

疫情影响航空货运供需，运价维持高位。疫情导致全球客机腹仓运力大范围闲置，同时防疫物资需求增长以及全球消费刺激，航空货运需求恢复较快，在供需错配的大背景下，全球航空物流载运率维持高位，航空运价始终在高位运行，以香港-北美/香港-欧洲/法兰克福-北美等代表航线为例，2021年1-7月的平均运价较2019年同期分别增长106.9%/65.4%/90.6%。

后疫情时代，跨境电商发展趋势+国内消费与产业结构双升级，航空需求有望获得长期增长动力。疫情催生“宅经济”全球化，跨境电商迎来爆发，在疫情常态化状态下，国内生产制造环境稳定、供应链体系完善，仍在全球具备比较优势，我们认为国货出海与高新技术产品出口的趋势有望保持。我们测算跨境电商有望为航空物流带来6000-9000亿市场空间。此外，我国产业升级、居民消费水平稳步提升，对高附加值、高时效的产品需求也将拉动航空货运需求增长。

供给恢复仍需时间，供需关系仍偏紧。国际客运航班恢复仍需时间，预计航空客机腹仓运力恢复较为缓慢。从全货机引进速度来看，过去3年我国全货机引进平均每年引进13架，每年供给增长速度仅约8%，短期行业供需关系预计仍偏紧。我们分析国内主要货运航空公司飞机引进计划，引进态度较为积极，未来国内航空货运飞机引进节奏有望提速。我们测算2021-2023年国内全货机引进量分别为20、26、31架，对应增速分别为10.8%、12.6%、13.4%。

政策支持航空货运高质量发展，关注航空货运产业链。对比美国的专业货运航空枢纽、航空物流企业、庞大的货机运力资源，我国存在明显短板。疫情促使国家对航空货运的重视程度大幅提升，未来政策有望持续支持货机引进、大型航空货运枢纽运营、航空货运企业经营，以此保障国内与全球供应链的稳定。建议重点关注航空货运产业链发展机遇，具体包括相关航空物流企业、快递企业、货代物流企业。

投资建议：重点推荐产业链相关龙头公司：顺丰控股（运营国内最大

投资评级 **领先大市-A**

维持评级

首选股票

目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.00	-4.18	4.34
绝对收益	0.00	1.75	17.99

明兴

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518040004
mingxing@essence.com.cn

孙延

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520040004
sunyan1@essence.com.cn

相关报告

疫苗有望提振需求复苏，积极布局航空板块 2020-11-10

国内航线航班准入放宽，继续看好航空板块估值修复 2020-09-15

航空仍在左侧，看好板块估值修复 2020-07-07

民航国际客运航班调整，关注国际客流拐点 2020-06-04



的货运航空公司+国内航空货运最大货主); 建议关注: 华贸物流(国内航空货代龙头, 兼收并购卡位跨境电商物流核心资源)、东航物流(航空货运混改第一股)、圆通速递、京东物流、中国外运。

风险提示: 全球航空客运航班快速恢复, 导致供给快速恢复; 跨境电商增长不及预期; 全球航空货运需求不及预期; 航空货运飞机引进力度超预期; 航空货运运价下滑风险; 航空货运在跨境物流中的费用占比假设误差; 航空物流市场规模测算误差。



内容目录

前言	5
1. 疫情对我国航空物流产生哪些影响？	5
1.1. 航空物流现状：近十年增长缓慢，供给“重客轻货”	5
1.2. 疫情影响：供给缺失，需求强劲，运价维持高位	7
2. 如何看待后疫情时代的航空物流市场？	10
2.1. 消费、产业结构双升级，需求有望保持高增长	10
2.2. 供给恢复仍需时间、供给质量有望提升	14
3. 基于产业链视角挖掘投资标的	19
3.1. 传统航司	20
3.2. 快递物流	22
3.3. 货代公司	26

图表目录

图 1: 1990-2020 年民航国内航线和国际航线货运量	5
图 2: 我国民航国内航线和国际航线的货运量同比增速	5
图 3: 2017-2020 年我国货机、客机的数量（架）	6
图 4: 2020 年我国民航业运输机队结构（架）	6
图 5: 2019 年我国客机腹舱和全货机的载货量情况（分航线）	6
图 6: 近 10 年我国民航单位货邮运输收入水平及增速	6
图 7: 近 10 年民航货运收入水平及增速	6
图 8: 疫情以来我国内地航线执行航班量	7
图 9: 疫情以来我国内地通航国际航班量	7
图 10: 2019 年至今民航月度货运量及同比增速	8
图 11: 2019 年至今我国全货机货邮运输量及占比	8
图 12: 疫情以来全货机货运量、民航货运量增速对比	8
图 13: 全球航空物流市场供需、载运率同比增速	9
图 14: TAC 航空货运指数（单位：美元/kg）	9
图 15: 主营跨境和全球业务的代表性企业营收增速	10
图 16: 中国全球化 50 强品牌的品牌力及同比增速	11
图 17: 50 强品牌在海外市场的认知度（不同年龄段人群）	11
图 18: 我国高新技术产品进出口金额及增速	11
图 19: 月度高新技术产品进出口金额同比情况	11
图 20: 2012-2020 年我国部分产品的出口增速	12
图 21: 不同商品单吨航空货运价值	12
图 22: 2012-2020 年中国跨境电商交易规模	12
图 23: 2012-2020 年中国跨境电商占外贸渗透率	12
图 24: 出口跨境电商物流 7 大环节	13
图 25: 跨境电商成本结构	13
图 26: 2012-2020 年跨境电商物流总体市场规模及增速	13
图 27: 我国居民消费水平稳步提升	14
图 28: 我国产业结构向高级形态方向升级	14
图 29: 2021-2023 年国内全货机引进量测算	15
图 30: 我国内地 11 家全货运航空公司自有货机数量（运营中）及机型分布	16



图 31: 美国航空物流市场中自有货机数量 TOP5 的公司.....	16
图 32: FedEx 和 UPS 货机机型分布 (最新)	16
图 33: 2020 年中美百万级机场货邮吞吐量及同比增速.....	17
图 34: 2021 夏秋航季国内、国外航司每周国际货运航线时刻分布情况.....	18
图 35: 航空物流产业链概览.....	19
图 36: 2017-2020 年东航物流营收及增速.....	20
图 37: 2017-2020 年东航物流归母净利润及增速.....	20
图 38: 2018-2020 年东航物流主营业务拆分.....	20
图 39: 东航物流核心国际航线分布图 (截至 2020 年底)	21
图 40: 2018-2020 年东航物流全货机、客机货运量情况.....	21
图 41: 东航物流全货机、客机吨公里收入及毛利率.....	21
图 42: 2018-2020 年公司跨境电商解决方案收入及增速.....	22
图 43: 跨境电商解决方案专、干线货量和单位货量收入.....	22
图 44: 2020 冬春和 2021 夏秋内机每周国际货运航班量.....	22
图 45: 2016 年至今顺丰货机数量 (自有和外包)	23
图 46: 顺丰航空自有全货机机型分布 (截至 2021.08)	23
图 47: 顺丰航空国内航线网络 (截至 2020 年底)	23
图 48: 顺丰航空国际航线网络 (截至 2020 年底)	23
图 49: 2016-2020 年顺丰全货机和散航发货量及增速.....	24
图 50: 2017-2020 年顺丰航空件单票重量.....	24
图 51: 2016-2020 年嘉里物流营业收入 (亿港元)	24
图 52: 2016-2020 年嘉里物流净利润 (亿港元)	24
图 53: 2019-2020 年圆通航空经营情况.....	25
图 54: 圆通航空全球航线布局 (截止 2020 年底)	25
图 55: 跨越速运最新运营情况.....	25
图 56: 2016-2020 年华贸物流国际空运货代收入及增速.....	27
图 57: 华贸物流跨境电商物流收入及毛利率.....	27
图 58: 2017-2020 年中国外运营收及增速.....	28
图 59: 2017-2020 年中国外运归母净利润及增速.....	28
表 1: 跨境电商及航空物流市场规模测算.....	14
表 2: 2017-2020 年我国各类型运输飞机数量及增速.....	15
表 3: 国内主要货运航空企业货机引进计划.....	15
表 4: 近 2 年我国货邮吞吐量 TOP12 的机场及具体情况.....	17
表 5: 疫情以来航空物流利好政策频繁出台.....	19
表 6: 京东全球超级港概念规划.....	26
表 7: 华贸物流兼收并购事件.....	27



前言

航空物流是指货物以航空运输为主的运输方式，具有安全、快捷、优质等特点。2020年初至今，新冠肺炎疫情持续蔓延，对全球物流供应链产生较大扰动，而航空物流则实现大幅逆势增长，吸引了资本市场较高的关注。在当前时点，我们对航空物流行业进行深度剖析，试图回答：疫情对我国航空物流产生哪些影响？如何看待后疫情时代的航空物流市场？产业链有哪些投资机会？

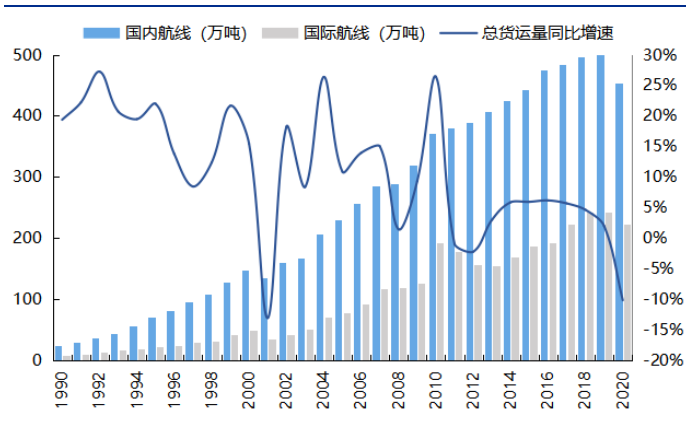
1. 疫情对我国航空物流产生哪些影响？

1.1. 航空物流现状：近十年增长缓慢，供给“重客轻货”

我国航空物流需求近十年稳定增长。航空物流适用于高价值、高时效性的物品运输，其需求增长主要来自于国民经济和国际贸易的发展，近10年我国航空物流总体需求稳定增长，2012-2020年民航整体货运量年化增速约2.74%，整体需求增速缓慢。

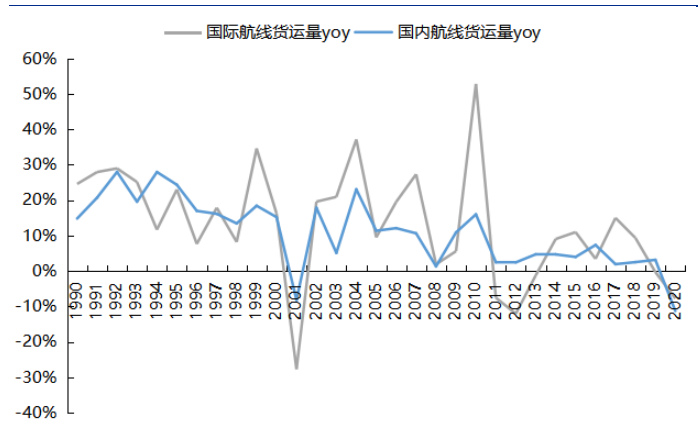
航空物流需求主要来自于国内市场，占比达6成以上。分航线市场来看，2012-2020年国内/国际航线货运量CAGR分别为1.95%/4.53%，国际线增速高于国内线，但由于国际经济波动及贸易摩擦等影响，国际航线增速波动幅度较大。从运量结构上看，我国国内航线的货运量高于国际航线，国内航线货运量占比达6成以上。

图 1：1990-2020 年民航国内航线和国际航线货运量



资料来源：民航局，安信证券研究中心

图 2：我国民航国内航线和国际航线的货运量同比增速



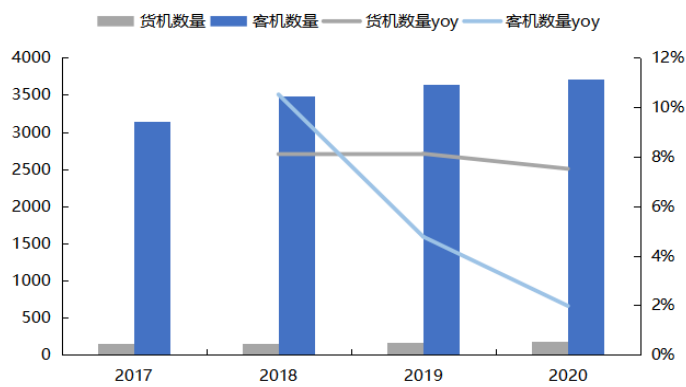
资料来源：民航局，安信证券研究中心

我国航空运输长期以来“重客轻货”，全货机数量占比不足5%。截至2020年底，我国民航全行业运输飞机期末在册架数为3903架，其中客运飞机3717架，占比95.2%（窄体客机78.3%、宽体客机11.7%、支线客机5.1%）；全货机186架，仅占比4.8%。从绝对体量来看，我国全货机数量较少，与长期以来民航业“重客轻货”的发展观念有关。

客机腹舱承担了民航货运的主要运输载体功能，约占航空货运总量的70%。据民航局数据，2019年我国客机腹舱的载货量占整个航空货运量的2/3，全货机仅占1/3。此外，客机腹舱与全货机在国际、国内航线的运力投放差别也比较大：在国际航线上，客机腹舱载运量占比49%；在国内航线上，客机腹舱运量占比高达82%。此外，2020年我国全货机货邮运输量占总航空货运量的40.7%，同比提升7-10pts。

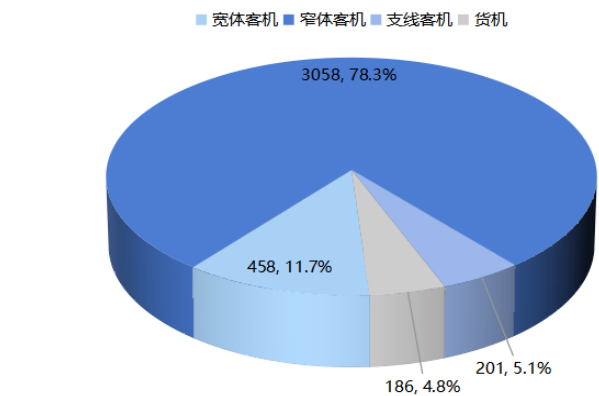


图 3：2017-2020 年我国货机、客机的数量（架）



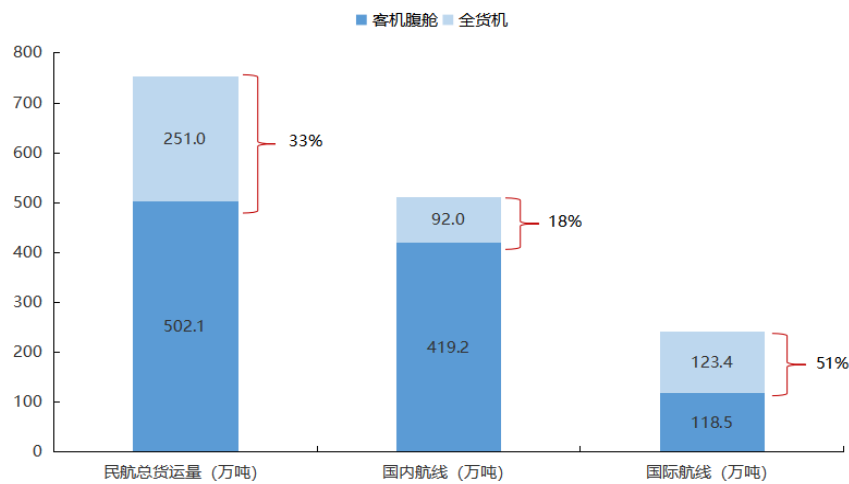
资料来源：各年度民航行业发展统计公报，安信证券研究中心

图 4：2020 年我国民航业运输机队结构（架）



资料来源：2020 年民航行业发展统计公报，安信证券研究中心

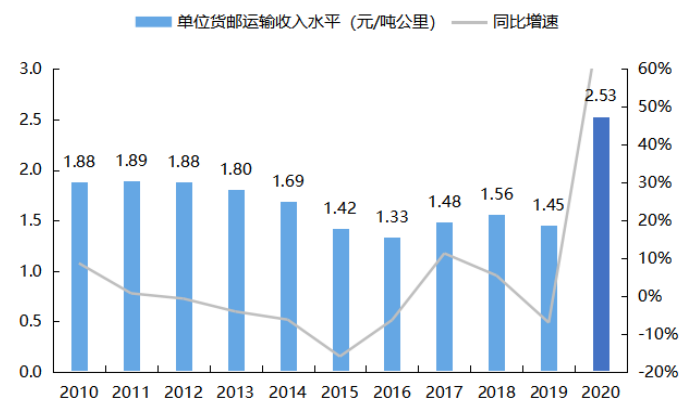
图 5：2019 年我国客机腹舱和全货机的载货量情况（分航线）



资料来源：民航局，安信证券研究中心

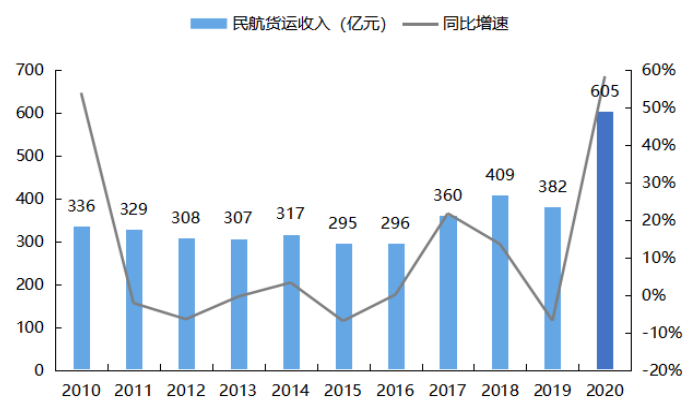
近十年航空物流运价呈下行趋势。从价格端来看，我国航空物流市场长期处于供过于求的非均衡市场，疫情前运价下行趋势明显。2011-2016 年，我国航空货运价格连年走低，从 1.89 元/吨公里逐年将至 1.33 元/吨公里；2017-2019 年我国民航单位货邮运输收入水平在 1.45 元/吨公里左右浮动。

图 6：近 10 年我国民航单位货邮运输收入水平及增速



资料来源：各年度民航行业发展统计公报，安信证券研究中心

图 7：近 10 年民航货运收入水平及增速



资料来源：民航局，各年度民航行业发展统计公报，安信证券研究中心



而 2020 年由于疫情的爆发，民航单位货邮运输收入水平大幅提高。疫情爆发后，民航客运航线在管控下大面积停运，客机腹舱资源的缺失使得运力锐减，运价随之陡增。2020 年我国民航单位货邮运输收入提高至 2.53 元/吨公里，同比增加 1.08 元，涨幅高达 74%，创历史新高；2020 年民航货运收入达到 605 亿元，同比大幅增长 58%。

1.2. 疫情影响：供给缺失，需求强劲，运价维持高位

在疫情影响下，全球物流供应链正常秩序受到重大影响，航空物流基本面也迎来较大变化：

①供给端：疫情期间，全球民航客机大量停运，导致客机腹仓运力供给大幅缩减，全货机成为主要运力来源；

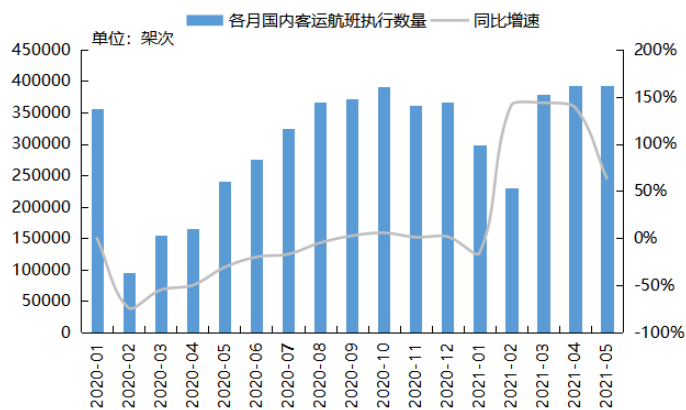
②需求端：航空物流需求强劲，民航货邮运输呈现良好发展势头，防疫物资、高端消费品、跨境电商运输需求大幅增长。

③价格端：市场供求关系急速切换，运价创历史新高并维持高位。

➤ 供给端

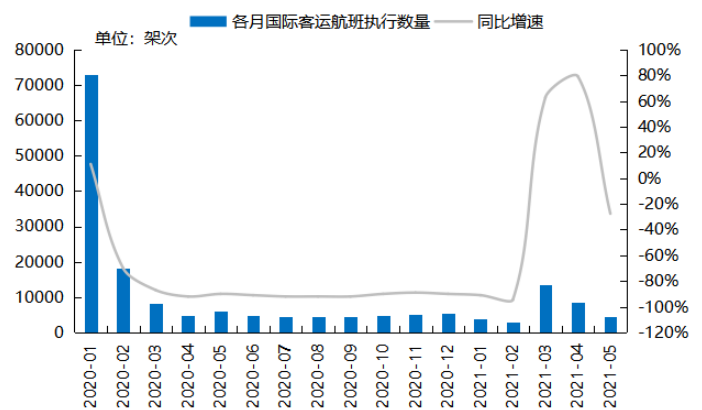
疫情爆发后国内客运航班执行量大幅下降，2020Q4 恢复至疫情前水平，而国外疫情形势严峻，国际客运航班仍受限严重。国内客运航班于 2020 年 2 月经历停飞期，随后运营情况逐月恢复，于 2020 年 9 月恢复至疫情前水平，2020Q4 每月国内客运航班执飞量超 2019 年同期水平。国际客运航班，由于国际疫情形势严峻，我国民航局对国际航班持续限制，“五个一”、“一国一策”等政策相继落地，国际航班量持续低位运行，2020 年 4 月以来，国际月均航班量约为 4986 架次，仅为疫情前同期水平的 10%。

图 8：疫情以来我国内地航线执行航班量



资料来源：民航局，安信证券研究中心

图 9：疫情以来我国内地通航国际航班量



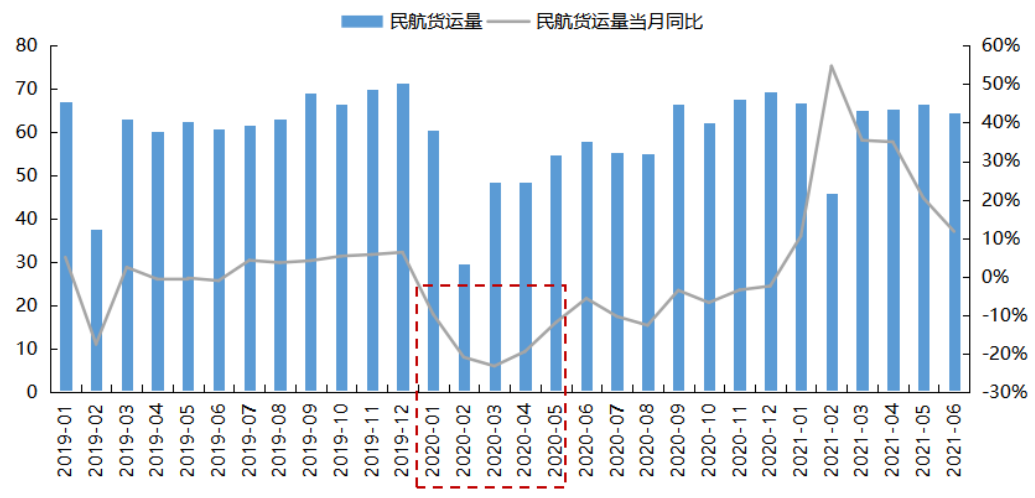
资料来源：民航局，安信证券研究中心

➤ 需求端

疫情后航空货运需求快速恢复，今年以来需求保持旺盛。2020 年 3 月民航货运量同比增速降至最低点-23.3%，而随着防疫物资需求增长以及全球消费刺激，民航货运需求增速逐月恢复。今年以来，我国航空货邮运输需求保持旺盛，尤其国际市场保持高速增长，2021H1 全行业共完成货邮运输量 374.3 万吨，同比增长 24.6%，较 2019 年同期增长 6.4%。2021Q2 国内、国际航线货运量较 2019 年同期分别增长 1.2%、17.8%。



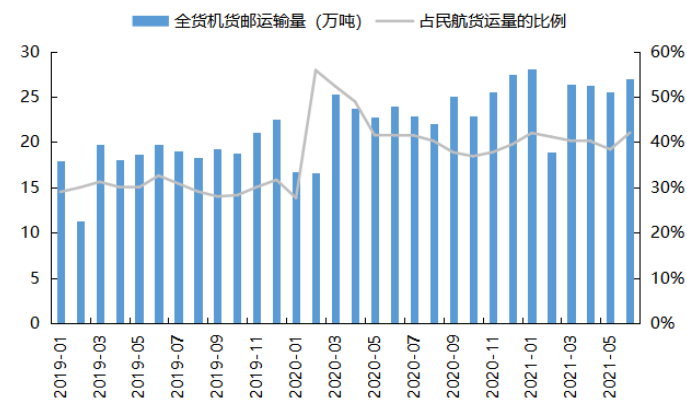
图 10：2019 年至今民航月度货运量及同比增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

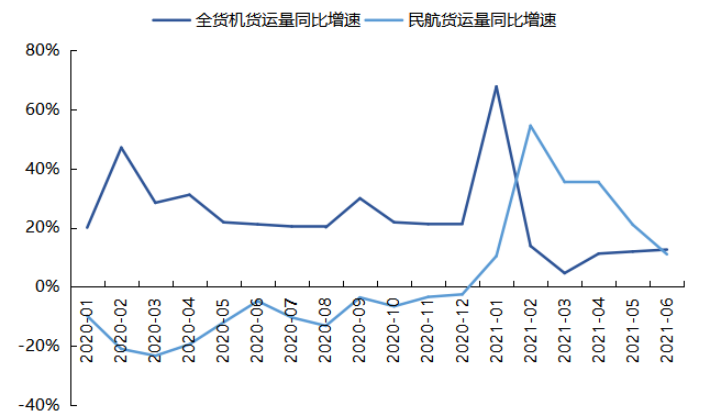
全货机货运量保持较高增速。据民航局数据，2020 年 2 月全货机运输量占民航总货运量的 55.9%，在疫情爆发后，全货机货运量占比迅速提升约 10pts。疫情爆发以来，全货机的货运量持续保持较快增长，今年以来全货机的需求仍维持高位，2021H1 全行业全货机共完成货邮运输量 152.2 万吨，较 2019 年同期大幅增长 44.2%。

图 11：2019 年至今我国全货机货邮运输量及占比



资料来源：民航局，安信证券研究中心

图 12：疫情以来全货机货运量、民航货运量增速对比



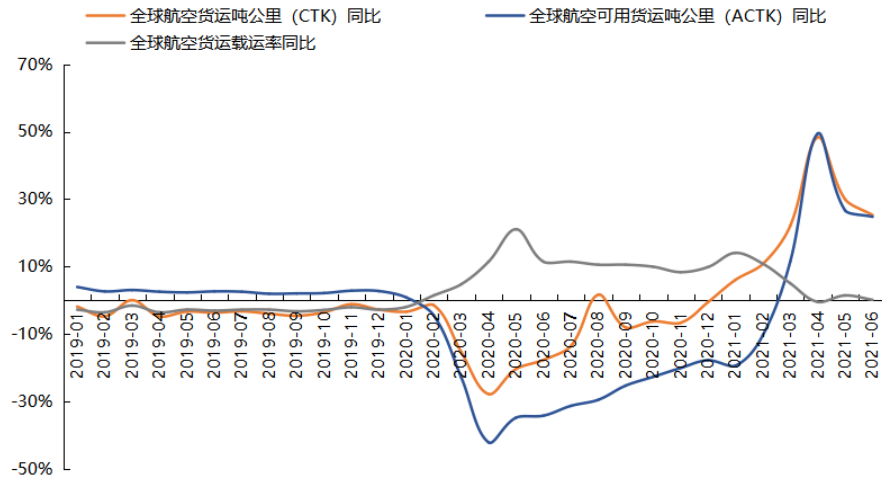
资料来源：民航局，安信证券研究中心

价格端

在供需错配的大背景下，全球航空物流载运率维持高位。疫情对全球航空物流的影响在 2020 年 3 月初凸显，3 月全球航空货运量同比-15.2%，可用货运吨公里同比-22.7%，4 月供需同比降幅达到峰值（全球航空货运量同比-27.7%、可用货运吨公里同比-42.0%）。2020 年 3 月-12 月，全球航空物流市场载运率同比涨幅明显，2020 年 5 月同比涨幅达到 21.1%。今年以来，由于基数效应消退，载运率同比增速回归常态，但绝对值自疫情爆发以来始终维持 50% 以上的高位，2021 年 6 月全球载运率为 56.5%。



图 13：全球航空物流市场供需、载运率同比增速

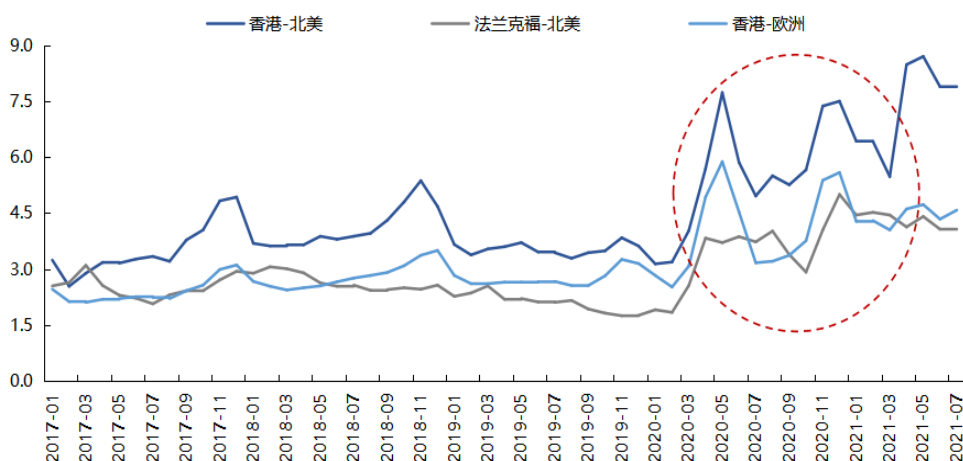


资料来源：wind，安信证券研究中心

航空运价受刺激上涨明显。2020年3月起我国航空物流的国际航线价格大幅上涨，以代表航线为例：2020年5月香港-北美航线价格达到7.73美元/kg，同比+108.4%，此后震荡式上涨；香港-欧洲航线的价格在2020年5月达到5.88美元/kg，同比增长121.9%。境外疫情的爆发和传染相对滞后，以法兰克福-北美航线的运价为例，2020年3月该航线运价升至3.83美元/kg，同比增长74.9%；12月运价达到5美元/kg，创历史新高。

今年以来航空运价始终在高位运行。香港-北美/香港-欧洲/法兰克福-北美2021年1-7月的平均运价分别为7.33/4.41/4.30美元/kg，较2019年同期分别增长106.9%/65.4%/90.6%，较2020年同期分别增长48.3%/14.7%/40.5%。

图 14：TAC 航空货运指数（单位：美元/kg）



资料来源：AirfreightIndex，安信证券研究中心



2. 如何看待后疫情时代的航空物流市场？

疫情爆发以来，航空物流在全球供应链中的地位迅速提升，国家政策层面大力支持航空货运发展；同时行业供需错位，运价维持高位，航空货运相关企业盈利改善显著。在后疫情时代，行业的供需格局为如何演变？我们认为此次疫情是航空物流发展的催化剂与转折点，未来航空物流需求有望持续受益消费升级（跨境电商、高端电商需求增长），供给缓慢恢复同时注重行业高质量发展，运价水平改善，行业盈利中枢上移。

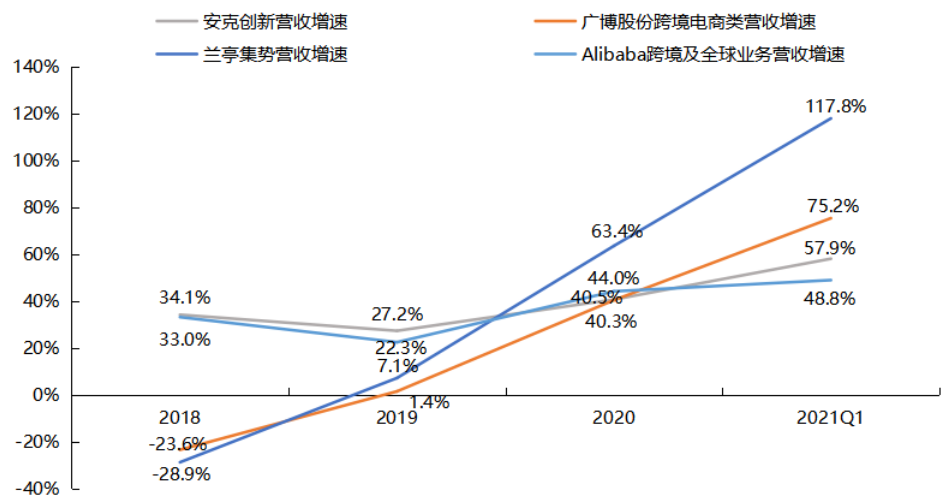
2.1. 消费、产业结构双升级，需求有望保持高增长

➤ 跨境电商迅猛发展，酝酿庞大航空物流需求

疫情催生“宅经济”全球化，跨境电商有望迎来持续快速增长。疫情是跨境电商繁荣发展的催化剂，线上购物成为全球消费的大趋势，跨境电商销售额实现跨越式增长。我们认为，疫情之下跨境电商的火爆，折射出了世界范围内消费者消费观念和形式的改变，在新一轮消费升级的带动下，跨境电商行业需求增长或具有较强的可持续性。

国货出海，跨境电商企业营收增长加速。我们分析了以进行自有品牌研发、设计，并在全球范围内销售为主营业务的安克创新（智能硬件等消费电子产品）、广博股份、兰亭集势和阿里巴巴国际站等公司，总体来看，受益国货出海，相关企业营收保持增长加速势头。

图 15：主营跨境和全球业务的代表性企业营收增速



资料来源：公司年报，安信证券研究中心整理

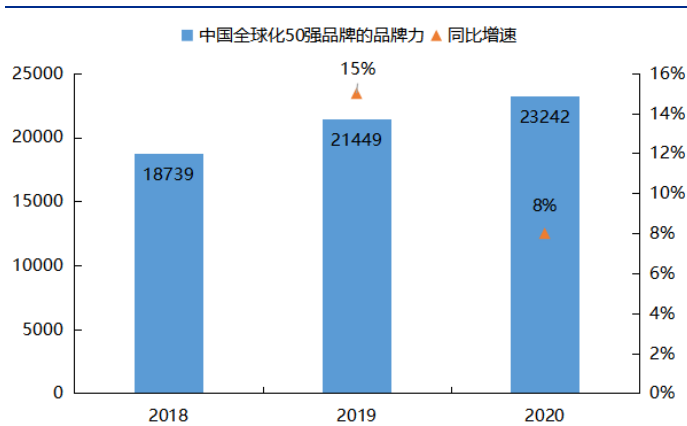
- ①广博股份跨境电商类产品营收在2020年实现40.3%的增长，增速较2019年提升38.9pts。
- ②兰亭集势2020年营收增速高达63.4%，相较于2019年增速提高56.37pts。
- ③2020年阿里巴巴跨境及全球零售商业、批发商业的营收同比增长44%，其中阿里巴巴国际站作为批发商业平台，2020年累计实收交易额同比增长101%，安全与防护、商务服务、健康医疗、家用电器的销售额同比均超过200%。
- ④安克创新2020年实现营收93.53亿元，同比增长40.5%，相较于2019年增速提高13.34pts；其中智能创新类产品营收同比大幅增长102.63%，主要包括“Eufy”品牌的智能家居产品和智能家居安防产品，以及“Nebula”品牌的家用投影仪产品以及其他新品类产品，根据亚马逊2020年12月31日实时排行榜数据，Eufy品牌扫地机器人多款产品在日本亚马逊品类销量排名第1，在美国亚马逊品类销量排名第2和第3。



展望未来，我们认为在国货出海、高新技术产品出口的带动下，跨境电商有望迎来发展机遇期：

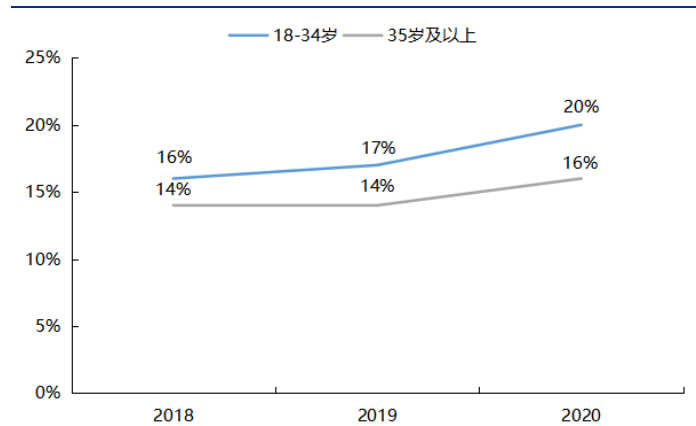
(1) 物美价廉、供应链体系完善、品牌价值为国货出海赋能。国货出海大势所驱，有望持续增长，我们认为原因有三：1) 国货在价格端具备相当强的竞争优势，我国作为世界制造业大国，能够在全世界范围内提供海量高性价比的产品。2) 国有品牌在海外的受认可程度连年提高，尤其受年轻一代的欢迎，Google 及凯度 BrandZ™中国全球化品牌的数据显示，中国全球化 50 强品牌的品牌力自 2018 年起连续 3 年实现正增长，有 20%的海外年轻人（18-34 岁）认知中国全球化 50 强品牌，这一比例与 2018 年相比提升了 4pts。3) 我国完善的供应链体系为国有产品的跨境交付提供强有力的支持。

图 16：中国全球化 50 强品牌的品牌力及同比增速



资料来源：Google 及凯度 BrandZ™中国全球化品牌，安信证券研究中心

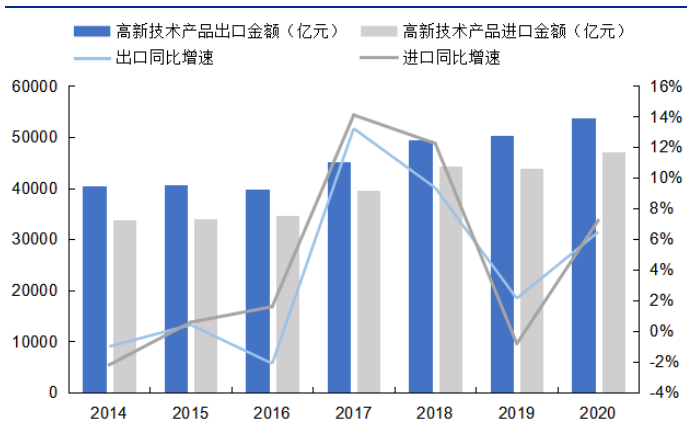
图 17：50 强品牌在海外市场的认知度（不同年龄段人群）



资料来源：Google 及凯度 BrandZ™中国全球化品牌，安信证券研究中心

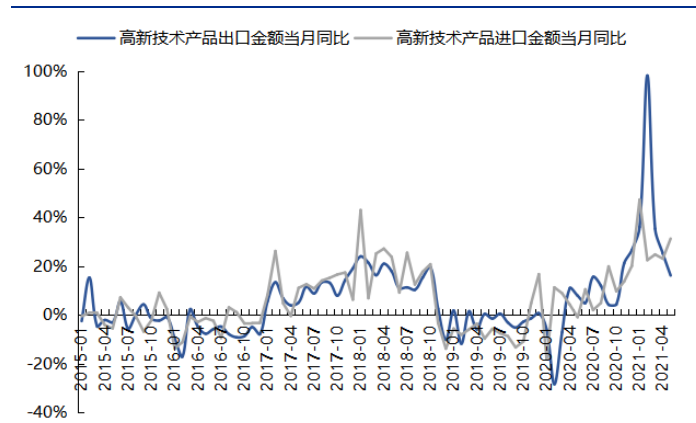
(2) 产业升级，高新技术产品进出口增长。我国工业生产发展至今，已经具备相当完善的工业基础，当前正处在产业升级的关键时刻，2020 年我国高新技术产品出口 53692.4 亿元，同比增加 6.5%；进口 47160.3 亿元，同比增加 7.2%。我国高新技术产品包括“医药制造业，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业，计算机及办公设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业和信息化学品制造业”6 大类，大部分具有高附加值、高运输标准需求的特征，有望持续带来航空货运需求增长。

图 18：我国高新技术产品进出口金额及增速



资料来源：国民经济和社会发展统计公报，安信证券研究中心

图 19：月度高新技术产品进出口金额同比情况

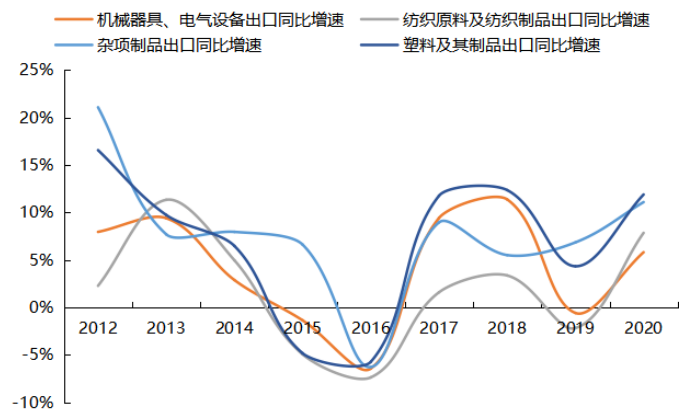


资料来源：海关总署，安信证券研究中心



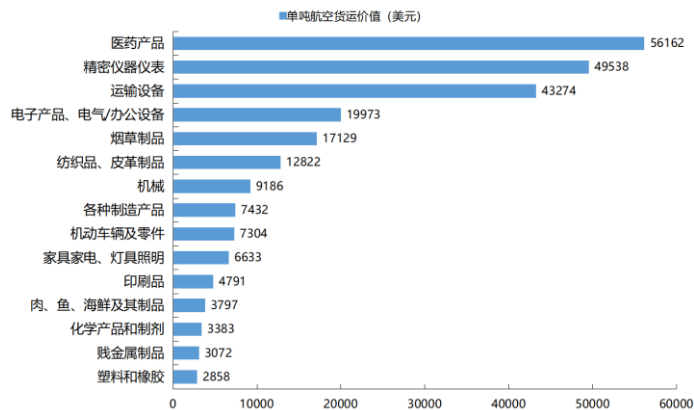
2020 年我国笔记本电脑、家用电器、医疗仪器及器械出口分别增长 20.4%、24.2%、41.5%。参考美国交通运输局数据，2020 年我国进出口商品前 8 类中的精密仪器及设备、运输设备、电气设备、纺织品、机械器具属于高价值产品，在航空运输中具备 9 千美元/吨的价值。

图 20：2012-2020 年我国部分产品的出口增速



资料来源：海关总署，安信证券研究中心

图 21：不同商品单吨航空货运价值



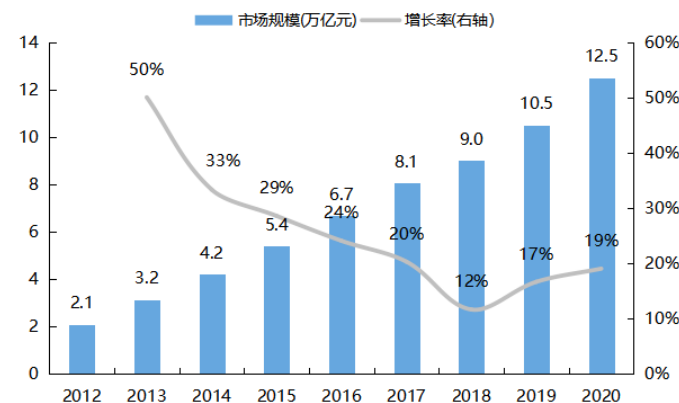
资料来源：美国交通统计局 (BTS)，安信证券研究中心

➤ 跨境电商为航空物流带来多少市场空间？

我国广义跨境电商市场规模超十万亿。从海关总署统计口径来看，跨境零售电商是指分属于不同关境的交易主体借助互联网达成交易、支付结算，并通过跨境物流将商品送达消费者手中的交易过程，包括：9610、1210、1239 等海关监管代码模式。据海关总署数据，2020 年中国跨境电商进出口 1.69 万亿元，增长 31.1%；2021H1 跨境电商进出口额达 8867 亿元，同比增长 28.6%，其中出口 6036 亿元，增长 44.1%；进口 2831 亿元，增长 4.6%。

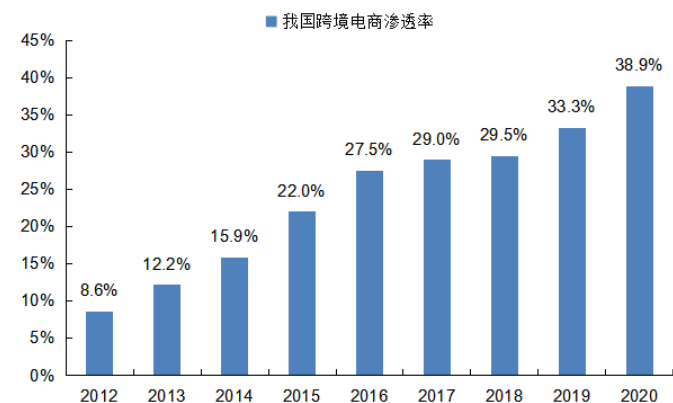
而从更广义的角度来看跨境电商，跨境电商是指电子商务在进出口贸易及零售中的应用，包括：进出口跨境电商、跨境电商 (B2B、B2C、C2C) 以及 9710、9810 等海关监管代码和相关服务商。根据中国电子商务研究中心数据，2020 年我国跨境电商市场规模达 12.5 万亿，近 8 年 CAGR 达到 25%。此外，跨境电商渗透率不断提升，2020 年达到 38.9%，同比提高 5.6pts。

图 22：2012-2020 年中国跨境电商交易规模



资料来源：中国电子商务研究中心，安信证券研究中心

图 23：2012-2020 年中国跨境电商占外贸渗透率



资料来源：中国电子商务研究中心，安信证券研究中心



跨境电商物流相比于传统外贸去环节化，**通关和运输能力是关键**。传统进出口贸易由于信息不透明、运力资源相对集中等因素，中间环节较多，相关产品溢价较高。相比之下，跨境电商更具信息、价格等资源优势，正持续替代传统外贸的多层级分销渠道。我们分析典型的出口跨境电商物流全流程，包含了“前端揽收、国内仓库操作、出口报关、干线承运、境外清关、国外仓库及末端派送”在内的7个环节，**通关和运输能力是跨境电商物流的关键，航空运输因其快捷、安全的优势，成为当前跨境电商出口的重要物流模式。**

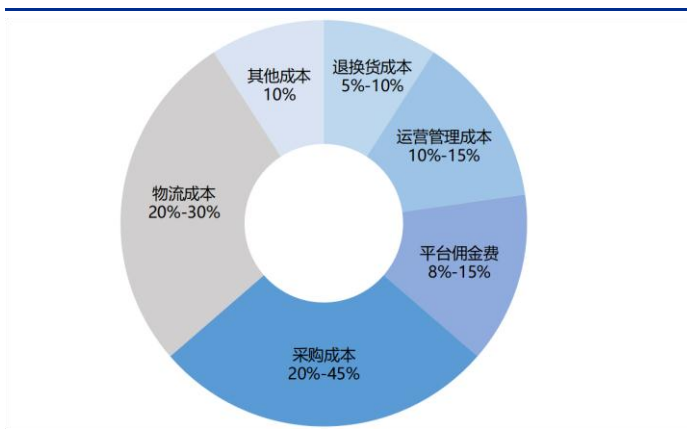
图 24：出口跨境电商物流 7 大环节



资料来源：安信证券研究中心整理

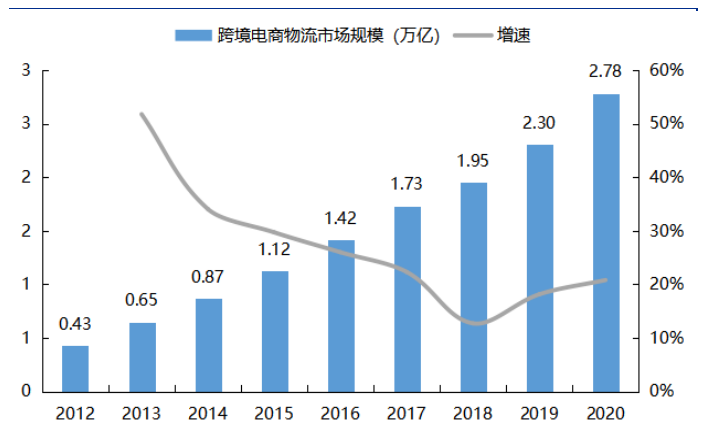
跨境电商有望为航空物流带来 **6000-9000 亿市场空间**。(1) 跨境电商子不语集团在招股书中披露跨境电商物流成本占总成本的比例约 15%-30%，据此我们假设 B2B（大批量货物）与 B2C（高频次货物）跨境电商市场的物流费用率分别为 20%与 30%，测算 2020 年跨境电商物流总体规模 2.78 万亿元。(2) 在跨境物流的 7 个环节中，国际干线运输费用相对揽派、仓储等物流环节的成本要高，预计国际干线承运费用占总体物流费用的比例达到 30%-40%。(3) 根据麦肯锡咨询报告，预计 70%-80%的跨境电商件主要由航空运输假设，则航空运输占跨境电商物流总费用的 21%-32%，对应 2020 年市场空间约 6000-9000 亿元。

图 25：跨境电商成本结构



资料来源：子不语集团招股说明书，安信证券研究中心测算

图 26：2012-2020 年跨境电商物流总体市场规模及增速



资料来源：中国电子商务研究中心，公司公告，安信证券研究中心测算



表 1：跨境电商及航空物流市场规模测算

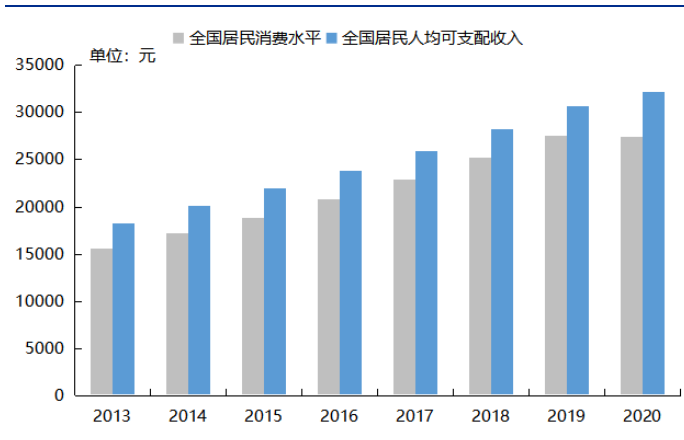
年份	跨境电商市场规模 (万亿元)			跨境电商物流市场规模 (亿元)			航空物流市场规模 (亿元)	
	B2B 跨境电商市场规模	B2C 跨境电商市场规模	总体	B2B 跨境电商物流规模	B2C 跨境电商物流规模	总体	下限 (占比 21%)	上限 (占比 32%)
2012	2.01	0.08	2.09	4021.16	238.26	4259.4	894.48	1363.01
2013	2.99	0.16	3.15	5972.40	491.40	6463.8	1357.40	2068.42
2014	3.94	0.26	4.20	7870.80	793.80	8664.6	1819.57	2772.67
2015	4.96	0.44	5.40	9925.20	1312.20	11237.4	2359.85	3595.97
2016	5.94	0.76	6.70	11885.80	2271.30	14157.1	2972.99	4530.27
2017	6.87	1.19	8.06	13734.24	3578.64	17312.9	3635.70	5540.12
2018	7.49	1.51	9.00	14976.00	4536.00	19512.0	4097.52	6243.84
2019	8.45	2.05	10.50	16905.00	6142.50	23047.5	4839.98	7375.20
2020	9.66	2.84	12.50	19325.00	8512.50	27837.5	5845.88	8908.00

资料来源：中国电子商务研究中心，公司公告，安信证券研究中心测算

➤ 消费升级：高附加值、高时效货物提升航空物流需求

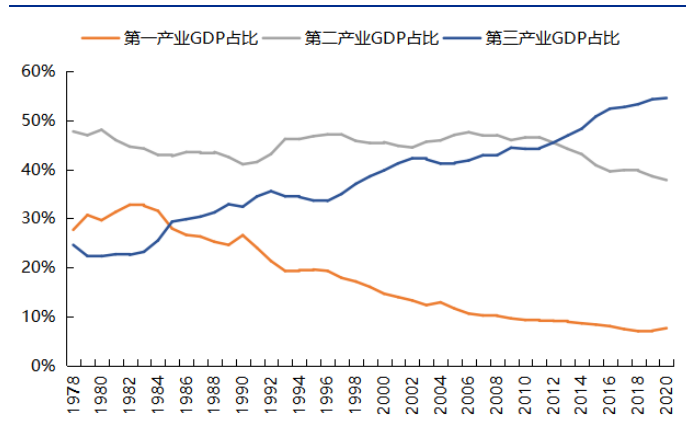
我国产业升级、居民消费水平稳步提升，对高附加值、高时效的产品运输需求增长。我国居民的消费水平和人均可支配收入不断提升，带来消费需求中心逐步向高层次转移。同时我国产业结构也由以农业和轻纺工业为主的第一产业，向以重化工业为主第二产业再向以高技术、高附加值服务业为主的第三产业升级。

图 27：我国居民消费水平稳步提升



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 28：我国产业结构向高级形态方向升级



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

2.2. 供给恢复仍需时间、供给质量有望提升

➤ 运力供给恢复仍需时间，未来重视全货机数量和结构的发展

客机腹仓运力恢复缓慢，短期货机引进节奏难填供给缺口。目前新冠疫情仍在全球持续，国际客运航班恢复仍需时间，预计航空客机腹仓运力恢复较为缓慢。从全货机引进速度来看，我国全货机引进近 3 年平均每年引进 13 架，每年供给增长速度仅约 8%，考虑到飞机引进需要批文审核、海外生产交付，短期引进节奏难填供给缺口。另据国家发改委披露，在“十三五”阶段前四年，我国总共增加了 49 架货机，仅占“十三五”规划预计的 40%。总体来看，尽管部分航空公司采取了“客改货”方式，短期航空货运供给的恢复仍较为缓慢。



表 2：2017-2020 年我国各类型运输飞机数量及增速

单位：架	2017	2018	2019	2020
运输飞机数量	3296	3639	3818	3903
yoy	11.7%	10.4%	4.9%	2.2%
同比增量	346	343	179	85
1、客机数量	3148	3479	3645	3717
yoy	—	10.5%	4.8%	2.0%
同比增量	—	331	166	72
2、货机数量	148	160	173	186
yoy	—	8.1%	8.1%	7.5%
同比增量	—	12	13	13

资料来源：各年度民航行业发展统计公报，安信证券研究中心

我国航空货运飞机采购采取企业申报、国家批准的模式引进。按照我国民用飞机的引进办法，航空公司向民航地区管理局提出飞机引进申请，通过民航地区管理局评估同意后上报国家民航局，民航局组织相关部门对公司的安全保障、人员配置和守法信用等要素进行评估，同意引进后上报国家发改委。国家发改委根据民航局的函报下发准予航空公司引进飞机的批文。

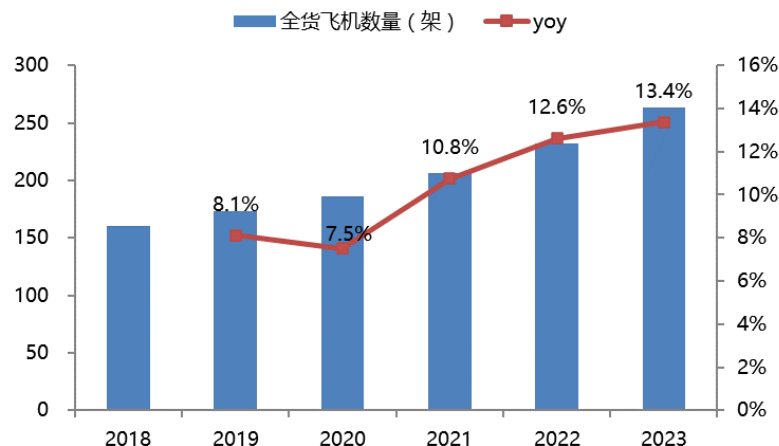
表 3：国内主要货运航空企业货机引进计划

	目前全货机数量	全货机引进计划
顺丰航空	66	2021 年顺丰航空自有全货机数量有望突破 70 架；募投项目拟投入 20 亿元用于航材购置与维修
圆通航空	11	2021 年引进 5 架运力更大的全货机
南航货运	16	未披露具体引进计划
中国国际货运航空	15	混改方案落地；未披露具体引进计划
东航物流	10	预计“十四五”期间运营的货机机队规模将达到 15-20 架
中州航空	5	计划开航 3 年内机队规模达 12 架
西北国际货航	1	计划于“十四五”末达到 20 架全货机规模
川航物流	3	计划于“十四五”末形成 8 大 8 小的全货机规模。

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

根据国内主要货运航空公司引进计划，我们看到各公司在运力引进上较为积极，当前货运航空公司改革深化、货运机场积极建设、民营航司募投扩产能，考虑到行业发展趋势及政策支持，我们认为未来国内航空货运飞机引进节奏将提速。我们测算 2021-2023 年国内全货机引进量分别为 20、26、31 架，对应增速分别为 10.8%、12.6%、13.4%。

图 29：2021-2023 年国内全货机引进量测算



资料来源：公司公告，安信证券研究中心



我国航空货运航空公司数量较少，顺丰航空全货机数量领先。截至 2020 年底，我国全货运航空公司有 11 家，其中中外合资航空公司 9 家，上市公司 8 家。民航资源网数据显示，2019 年全货机运力占比前 5 分别是顺丰航空、邮政航空、南航货运、国货航和中货航，顺丰在全货机数量上领先，机队数量占国内全货机规模的 32.8%。今年以来，国内全货机的增量主要来源于顺丰 (+5)、圆通 (+1) 这两家快递物流公司。

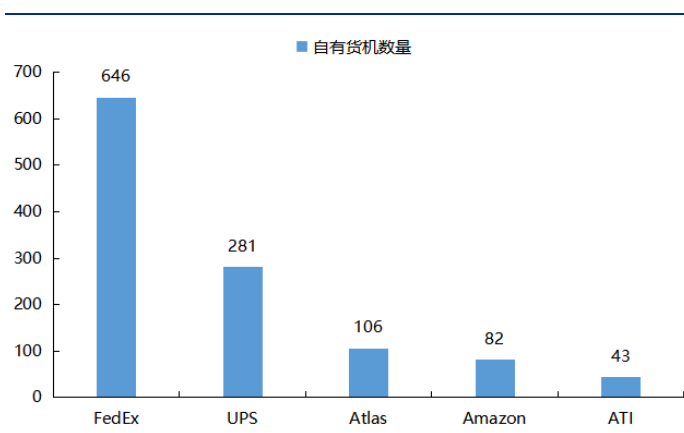
图 30：我国内地 11 家全货运航空公司自有货机数量（运营中）及机型分布

全货机总数排名	公司	主运营基地	全货机数量 (截至2020年底)	全货机数量 (最新)	B737-300F	B737-400F	B737-700F	B737-800F	B747-400F	B757-200F	B767-300F	B777F
1	顺丰航空	深圳宝安机场	61	66	14	3			2	36	11	
2	邮政航空	南京禄口机场	33	34	8	8		7		11		
3	南航货运	广州白云机场	16	16					2			14
4	中国国际货运航空（国货航）	北京首都机场	15	15					3	4		8
5	圆通航空	杭州萧山机场	10	11	5					6		
6	中国货运航空（中货航）	上海浦东机场	10	10					2			8
7	中原龙浩	郑州新郑机场	8	10	5	1		4				
8	中州航空	郑州新郑机场	3	5	5							
9	天津货航	天津滨海机场	4	4		2	1	1				
10	中航货运	广州白云机场	1	1						1		
11	西北国际货航	西安咸阳机场	1	1	1							

资料来源：公司年报，公司官微，安信证券研究中心整理

对比美国的 1130 余架货机，我国未来航空物流货机在数量和机型布局上具有较大提升空间。据美国交通运输局统计，目前美国的货机有 1130 多架，其中中远程货机 547 架，相比之下我国货机数量相对较少，我国航空物流在发展过程中长期“重客轻货”，且航空物流的全球化远不及美国，民航客机腹舱运力资源相对充沛，故而忽视了中远程全货机的引进和布局。

图 31：美国航空物流市场中自有货机数量 TOP5 的公司



资料来源：公司财报，PlaneSpotters，安信证券研究中心

图 32：FedEx 和 UPS 货机机型分布（最新）

UPS: 共571架货机 (自有281+租赁290)			FedEx: 共679架货机 (自有646+租赁33)		
机型	自有	租赁	机型	自有	租赁
B 757-200	75	—	B 777F	40	3
B 767-300	70	—	B MD-11	49	8
B 767-300BCF	4	—	B MD10-30	13	—
B 767-300BDSF	4	—	B MD10-10	12	—
A 300-600	52	—	B 767F	86	—
B MD-11	42	—	A 300-600	46	22
B 747-400F	11	—	B 757-200	119	—
B 747-400BCF	2	—	ATR-72	21	—
B 747-8F	21	—	ATR-42	25	—
Other	—	290	Cessna 208B	235	—
小计	281	290	小计	646	33

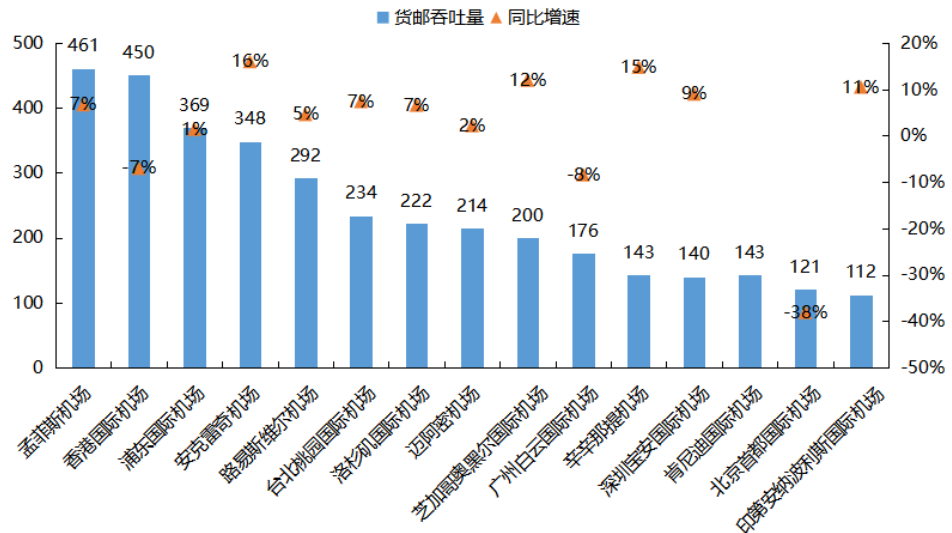
资料来源：公司财报，安信证券研究中心



➤ 专业货运枢纽建设获支持，关注鄂州机场带动作用

对比美国来看，我国缺乏专业性航空货运枢纽。2020年美国有9个百万吨级货运机场，中国有6个（含港澳台）。2020年美国专业性航空货运枢纽运量增幅明显，孟菲斯机场、路易斯维尔机场和辛辛那提机场各自凭借Fedex、UPS和DHL在疫情中的迅猛发展均实现较快增长，其中孟菲斯机场同比增长6.7%，路易斯维尔机场同比增长4.6%，辛辛那提机场同比增长14.8%。

图 33：2020 年中美百万级机场货邮吞吐量及同比增速



资料来源：各机场官网，安信证券研究中心

国内机场货运量格局较稳定，上海浦东机场维持领先。2020年全国机场货邮吞吐量共完成1607.5万吨，同比下降6%，TOP12的机场货运量市占率达到74%左右。上海浦东机场保持货邮吞吐量第1，市占率为21.3%，且在2020年扭转了连续负增长的局面；萧山机场和新郑机场货邮吞吐量同比增长明显；首都机场降幅最大，货邮吞吐量同比降低38.1%，一方面受到大兴机场的分流，另一方面由于首都机场疫情期间客运航班的停航影响。

表 4：近 2 年我国货邮吞吐量 TOP12 的机场及具体情况

2020 年排名	机场	本期完成 (万吨)	市占率	2019 年排名	上年同期 (万吨)	市占率	货邮吞吐量同比增速
1	上海/浦东	368.7	22.9%	1	363.4	21.3%	1.4%
2	广州/白云	175.9	10.9%	3	192.0	11.2%	-8.4%
3	深圳/宝安	139.9	8.7%	4	128.3	7.5%	9.0%
4	北京/首都	121.0	7.5%	2	195.5	11.4%	-38.1%
5	杭州/萧山	80.2	5.0%	5	69.0	4.0%	16.2%
6	郑州/新郑	63.9	4.0%	7	52.2	3.1%	22.5%
7	成都/双流	61.9	3.8%	6	67.2	3.9%	-7.9%
8	重庆/江北	41.1	2.6%	10	41.1	2.4%	0.1%
9	南京/禄口	38.9	2.4%	12	37.5	2.2%	3.9%
10	西安/咸阳	37.6	2.3%	11	38.2	2.2%	-1.5%
11	上海/虹桥	33.9	2.1%	8	42.4	2.5%	-20.1%
12	昆明/长水	32.5	2.0%	9	41.6	2.4%	-21.8%

资料来源：民航机场生产统计公报，安信证券研究中心



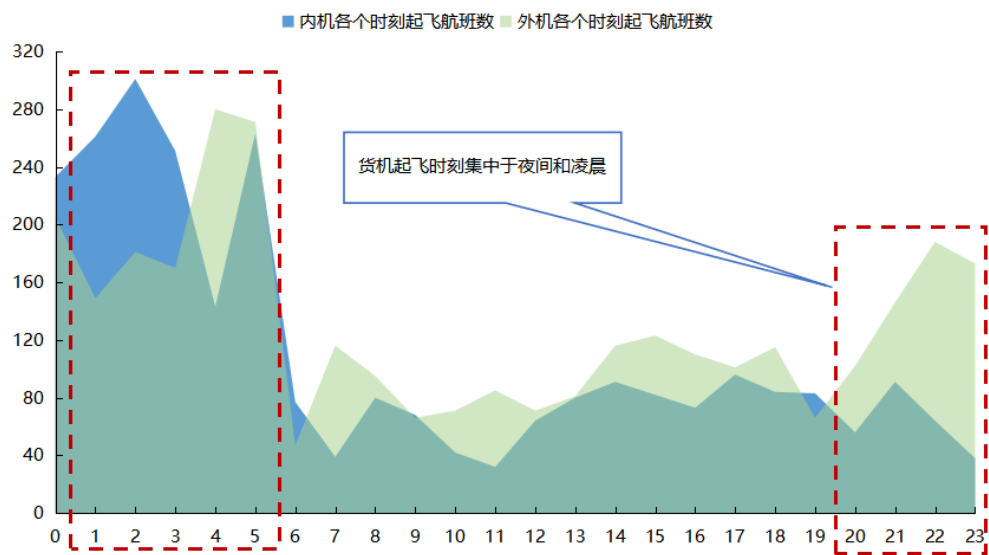
鄂州机场或将于 2021 年底至 2022 年通航，建成后将成为继美国 UPS 世界港、孟菲斯联邦快递总部之后全球又一个超级货运枢纽，也是全球第四、亚洲第一的航空物流枢纽。

鄂州机场的建成，将极大地改善我国航空货运的供给质量：

(1) 推动货运航线、时刻资源合理化安排。受制于我国民航长久以来“重客轻货”的发展思路，货运服务往往处于从属地位，以 2021 夏秋航季为例，全货机起飞时刻集中于 0-5 时、21-23 时，以腹舱带货为主的客机起飞时间段在 7-19 时之间居多，货运时刻集中在晚间，对服务时效具有较大的局限性。

(2) 扩大我国航空货运辐射能力。鄂州机场不仅仅提高国内航空货运的周转能力，也将助力国内快递物流企业完善全球航线网络，拓展海外业务，实现了对供应链环节的自主可控，更好地帮助中国企业“走出去”。

图 34：2021 夏秋航季国内、国外航司每周国际货运航线时刻分布情况



资料来源：民航预先飞行计划，安信证券研究中心

➤ 疫情以来航空物流利好政策频繁出台

民航局提出，近期 2025 年：建成湖北鄂州专业性货运枢纽机场，优化完善北京、上海、广州、深圳等综合性枢纽机场货运设施，充分挖掘既有综合性机场的货运设施能力，结合空港型国家物流枢纽建设，研究提出由综合性枢纽机场和专业性货运枢纽机场共同组成的航空货运枢纽规划布局。

展望 2035 年：在全国范围内建成 1-2 个专业货运枢纽机场，并结合《全国民用运输机场布局规划》修订，进一步完善国际航空货运枢纽布局，综合性枢纽机场和专业性货运枢纽机场布局相辅相成、更加成熟。培育若干具备国际竞争力的大型航空物流企业，覆盖全球的航空货运网络骨架初步形成，航空货运发展核心要素资源配置进一步优化，设施布局进一步完善，效益显著提高，综合保障能力大幅提升，成为服务国家重大战略、促进经济结构转型升级、深度参与国际合作、推动我国经济高质量发展的有力支撑。



表 5：疫情以来航空物流利好政策频繁出台

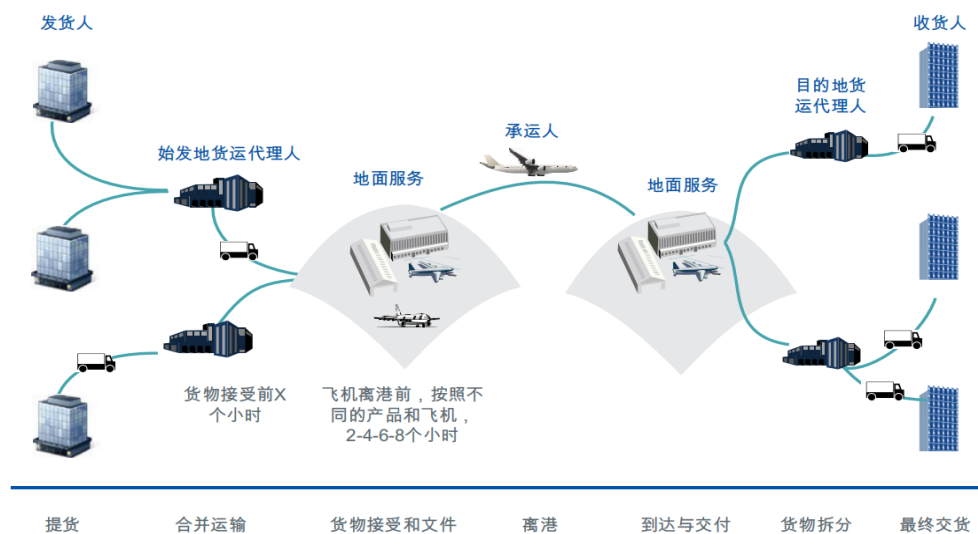
时间	机关/会议	内容
2020年3月	国务院常务会议	会议指出我国国际航空货运能力存在明显短板，需要通过部署提升我国国际航空货运能力：①加强国际协作，对疫情期间国际货运航线给予政策支持；②完善航空货运枢纽网络，对货运功能较强的机场放开高峰时段对货运航班的时刻限制；③建立航空公司、邮政快递、货站等互通共享信息平台。
2020年4月	交通运输部等	七部门联合印发《关于当前更好服务稳外贸工作的通知》：①支持航空公司增开全货运航线航班、使用客机执行货运航班，并在航权、时刻方面给予倾斜；②鼓励航空企业尽快扩大货机运力规模，快速提升国际货运能力，缓解运力短缺矛盾，全力推动航空公司复航或增加货运航班；③推动邮政、快递企业利用自有全货机、包机、租赁飞机等多种方式增加国际航空货运运力。
2020年8月	发改委、民航局	《关于促进航空货运设施发展的意见》出台：近期 2025 年，建成湖北鄂州专业性货运枢纽机场，优化完善北京、上海、广州、深圳等综合性枢纽机场货运设施；展望 2035 年，在全国范围内建成 1-2 个专业货运枢纽机场，并结合《全国民用运输机场布局规划》修订，完善国际航空货运枢纽布局。
2021年6月	民航局	从 7 个方面加快补齐国际航空货运短板，打造全球 123 快物流圈：①加快航空物流供给侧结构性改革；②给予具有实力的航空物流企业政策支持，将其打造成世界级航空物流企业；③进一步推进与主要贸易伙伴和“一带一路”国家货运航权自由化谈判；④重点打造郑州、天津、合肥、鄂州等国际航空货运枢纽，形成航空物流集聚的产业集群；⑤进一步优化航班资源时刻配置；⑥构建航空物流公共信息平台；⑦优化航空货运营商环境，加强与海关合作，在具备条件的国际航空货运枢纽实现“7×24”小时通关。
2021年7月	民航局运输司	在严格落实疫情防控政策基础上，坚持“优环境、补短板、调结构、强供给”，着眼于打造安全高效、自主可控的国际航空物流链，进一步处理好客货运发展关系，优化航空货运发展相关资源配置，充分发挥重大项目的牵引作用，深化“放管服”改革，系统推进航空物流转型升级和快速健康发展。

资料来源：国务院，发改委，民航局，安信证券研究中心

3. 基于产业链视角挖掘投资标的

货物通过航空从始发地运输到目的地，需要经过不同实体共同完成，包括发货人、始发地货代、始发地地面服务、承运人、目的地地面服务、目的地货代和收货人，单个实体在航空物流中发挥多种作用、承担叠加的多重责任。我们以流程中的参与主体为划分依据，对产业链公司进行分析。

图 35：航空物流产业链概览



资料来源：ICAO，安信证券研究中心

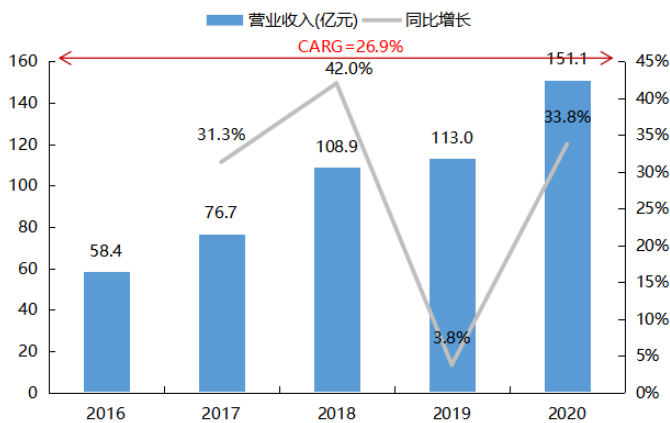


3.1. 传统航司

➤ 东航物流：航空货运混改第一股

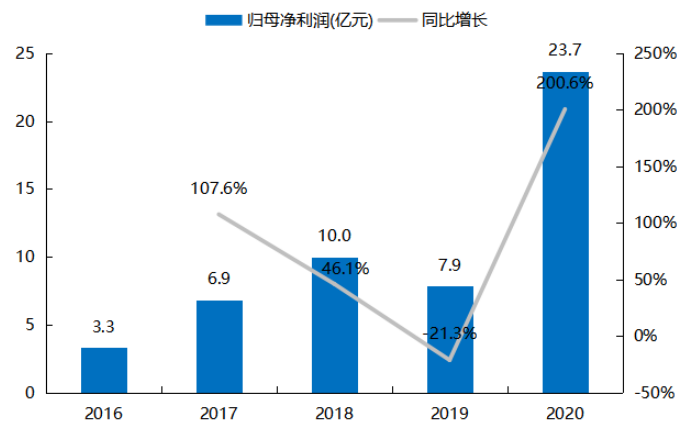
公司营收持续增长，航空速运业务规模占比 50% 以上，盈利水平大幅提升。从业务结构来看，公司主营业务包括航空速运、地面综合服务和综合物流解决方案，其中航空速运贡献收入占比最高，2020 年占比 51.79%；地面综合服务规模相对稳定；综合物流解决方案是公司着力布局的新兴业务，得益于同业项目供应链和跨境电商解决方案的扩张，2020 年公司综合物流解决方案业务规模占比同比大幅增长 11pts。从财务数据来看，2016-2020 年公司营收持续增长，CAGR 达到 26.9%；归母净利润从 3.3 亿元增至 23.7 亿元，其中 2020 年净利润同比大幅增长 200.7%，主要得益于疫情期间全货机运输需求暴增，公司盈利水平随之显著提升。

图 36：2017-2020 年东航物流营收及增速



资料来源：东航物流招股说明书，安信证券研究中心

图 37：2017-2020 年东航物流归母净利润及增速



资料来源：东航物流招股说明书，安信证券研究中心

图 38：2018-2020 年东航物流主营业务拆分

项目	2018年度		2019年度		2020年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
单位：亿元						
全货机运输	41.34	38.01%	36.32	32.19%	52.79	34.96%
客机腹舱运输-承包经营/客机货运业务	22.01	20.23%	27.29	24.19%	25.40	16.82%
客机腹舱运输-手续费	2.78	2.56%	3.10	2.75%	-	-
航空速运合计	66.13	60.80%	66.72	59.12%	78.19	51.79%
货站操作	20.50	18.85%	20.38	18.06%	21.13	13.99%
多式联运	1.27	1.17%	1.12	0.99%	1.47	0.97%
仓储	0.98	0.90%	0.91	0.80%	0.86	0.57%
地面综合服务合计	22.74	20.91%	22.41	19.86%	23.46	15.54%
同业项目供应链	12.10	11.13%	13.24	11.73%	33.15	21.95%
产地直达解决方案	2.96	2.72%	4.60	4.08%	5.95	3.94%
跨境电商解决方案	2.98	2.74%	4.04	3.58%	8.46	5.60%
航空特货解决方案	1.85	1.70%	1.84	1.63%	1.78	1.18%
综合物流解决方案合计	19.89	18.28%	23.72	21.02%	49.34	32.68%
主营业务收入合计	108.76	100.00%	112.84	100.00%	150.98	100.00%

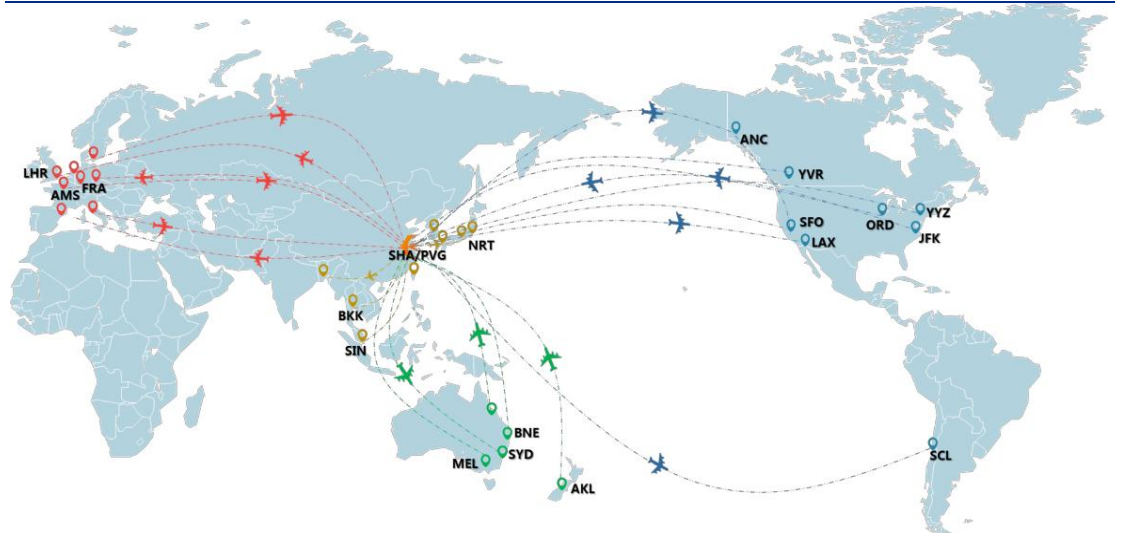
资料来源：东航物流招股说明书，安信证券研究中心

公司在主营基地、航线网络、运力布局上具备先发优势。①**主营基地优势**：东航物流自 2004 年成立以来，历经十多年的发展已经建立起了良好的品牌优势，并积累了一批优质的客户资源。此外，公司在上海机场拥有明显的资源优势：拥有面积 125 万平方米的六个近机坪货站、1 个货运中转站及海关监管仓，占上海机场地面代理业务超 50% 的份额；年处理总货量占上海机场总吞吐货量超 50%。②**充足的机队资源和覆盖全球的航线网络**：截至 2020 年末，公司



拥有“8+2”（8架 B777 布局欧美等长航线、2架 B747 布局东南亚、港台等短程航线）的全货机和 725 架客机腹舱的资源，依托天合联盟、代码共享与 SPA 协议，航线网络通达全球 170 个国家的 1036 个目的地。根据公司招股书披露，计划在“十四五”期间将货机机队规模扩充至 15-20 架。

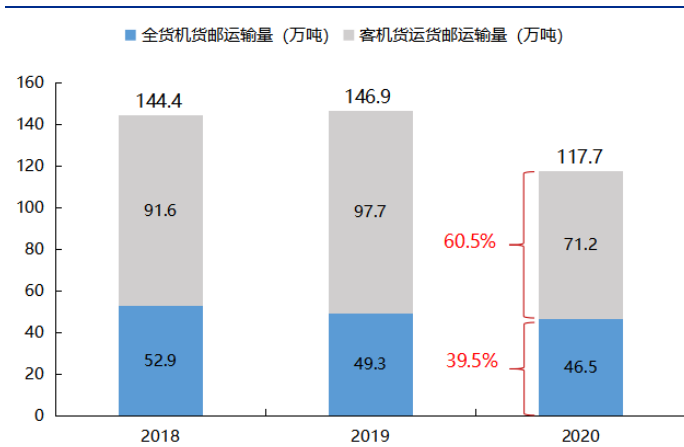
图 39：东航物流核心国际航线分布图（截至 2020 年底）



资料来源：东航物流招股说明书，安信证券研究中心

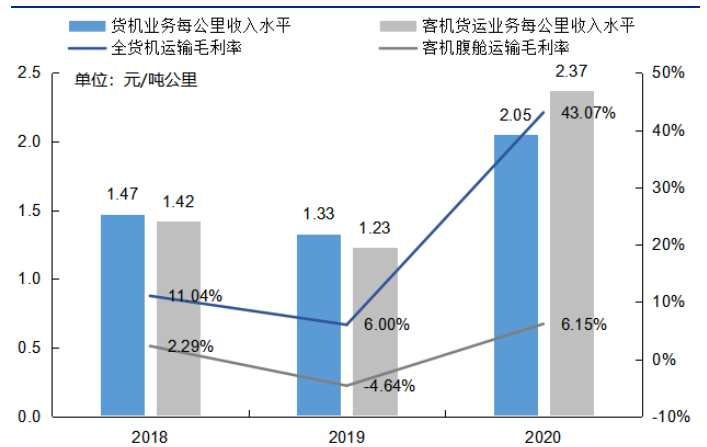
10 架货机全部投放于国际航线，客机货运业务毛利率低于全货机业务。①从货运量来看，公司依靠全货机和客机腹舱运输货物，其中全货机运输主要由中货航的货机执行，且全部投放于国际航线；客机货运业务主要依赖于东方航空的全球航线。2020 年公司全货机货邮运输量为 46.5 万吨，占比 39.5%；客机货运货邮运输量为 71.2 万吨，占比 60.5%。②从运价来看，2020 年公司货机/客机货运业务每公里收入水平分别同比增长 54.14%/92.68%，主要是由于客机航班大规模取消、航空运力稀缺带来的运价水平上涨。③从盈利水平来看，2020 年全货机业务毛利率为 43.07%，同比大幅增长 37.1pts，远高于客机腹舱货运业务 6.15%的毛利率。

图 40：2018-2020 年东航物流全货机、客机货运量情况



资料来源：东航物流招股说明书，安信证券研究中心

图 41：东航物流全货机、客机吨公里收入及毛利率

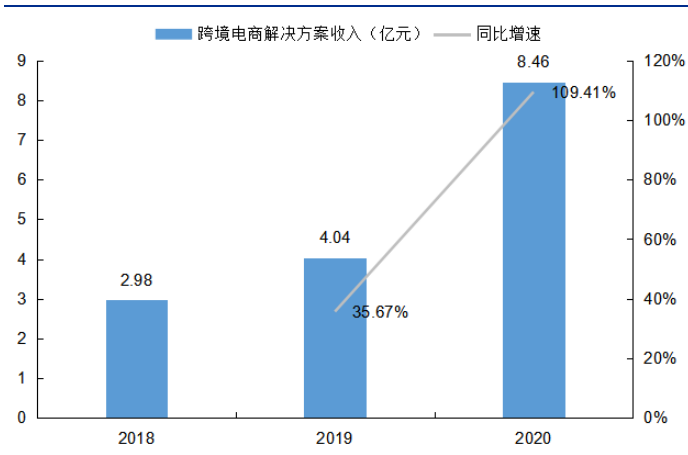


资料来源：东航物流招股说明书，安信证券研究中心



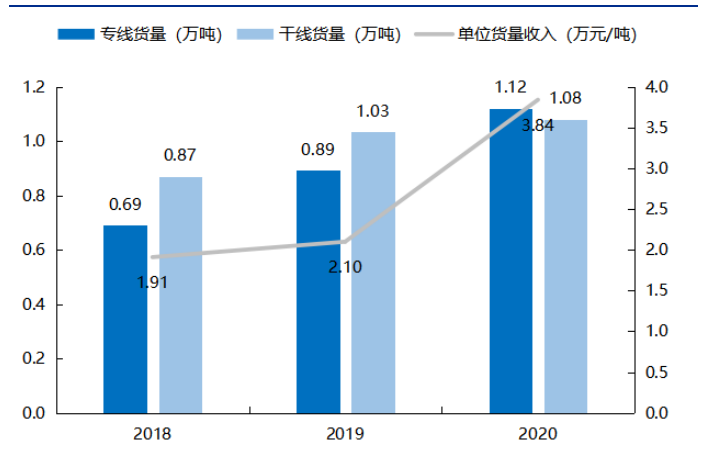
此外，公司积极布局新兴业务，抢占综合物流服务市场发展先机。公司积极布局跨境电商解决方案、同业项目供应链、航空特货解决方案和产地直达解决方案等新兴业务。2019年跨境电商解决方案单位货量收入由1.91万元/吨增至2.10万元/吨，主要是由于跨境电商全流程的航空专线货量占比（2018占比44.2%，2019占比46.4%）上升、所提供服务的向全流程服务延伸等所致。2020年公司单位货量收入进一步上升至3.84万元/吨，同比增长82.9%，原因有三：①专线货量占比提升至50.9%；②受疫情影响，航空货运市场整体运价水平上升；③疫情期期间，受全行业运力紧张影响，公司新增了较多临时包机业务。随着公司新兴业务承运品类和客户数量的增多，公司有望借助电商行业迅速发展的趋势，新兴业务得到快速的发展，进而为公司的盈利能力带来新的增长点。

图 42：2018-2020 年公司跨境电商解决方案收入及增速



资料来源：东航物流招股说明书，安信证券研究中心

图 43：跨境电商解决方案专、干线货量和单位货量收入

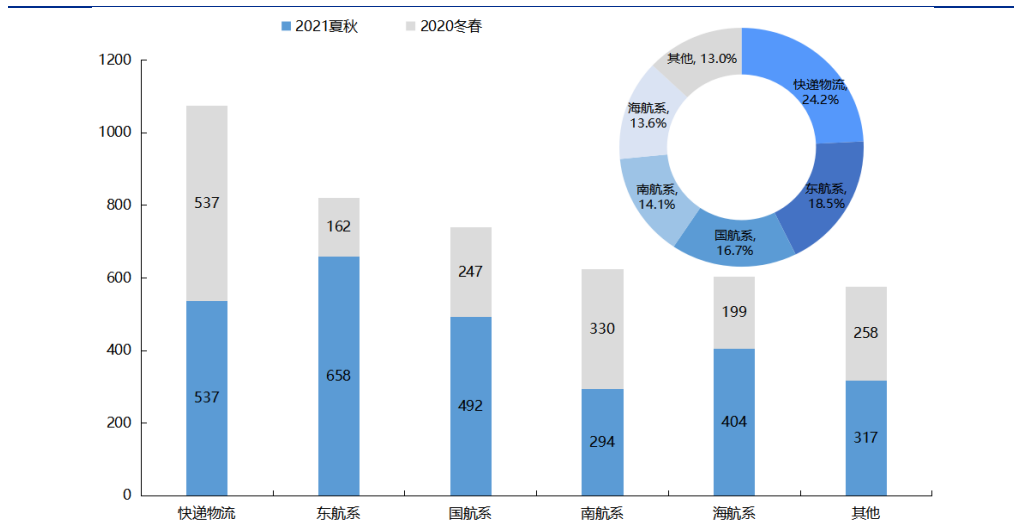


资料来源：东航物流招股说明书，安信证券研究中心

3.2. 快递物流

疫情以来，快递物流企业在 2020 冬春和 2021 夏秋两个航季国际货运航线领先。由于 2020 年客机大面积停飞，快递物流企业凭借全货机资源优势，在近两个航季中货运航班量领先传统航空公司，两个航季快递物流企业国际货运航班量占比 24.2%，领先第二的东航系 5.7pts。

图 44：2020 冬春和 2021 夏秋内机每周国际货运航班量



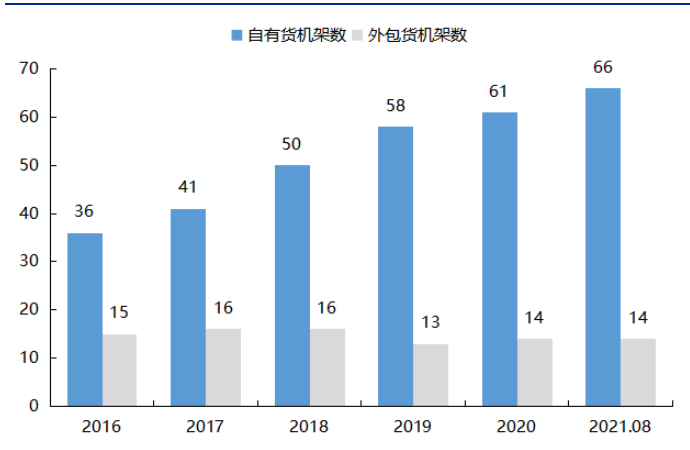
资料来源：民航预先飞行计划，安信证券研究中心



(1) 顺丰航空：国内最大的货运航空公司+国内航空货运最大货主

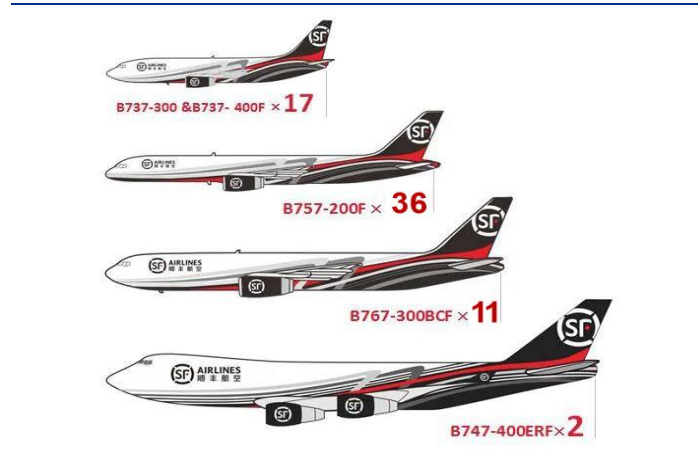
顺丰航空是我国首家民营货运航空公司，也是目前规模最大的货运航空公司。2003年，顺丰与扬子江快运航空公司签订合同，成为国内第一家用飞机运送快件的民营快递公司；2005年，顺丰开始筹备建立货运航空公司——顺丰航空，伴随着2009年底的成功首航，顺丰航空成为我国首家民营货运航空公司，截止2021年8月，顺丰自有全货机66架，其中17架B737、36架B757（30吨载重，飞日韩、东南亚航线）、11架B767（货载50吨，中程航线）、2架B747（欧美等洲际长航线），是国内最大的货运航空公司。

图 45：2016 年至今顺丰货机数量（自有和外包）



资料来源：顺丰年报，安信证券研究中心

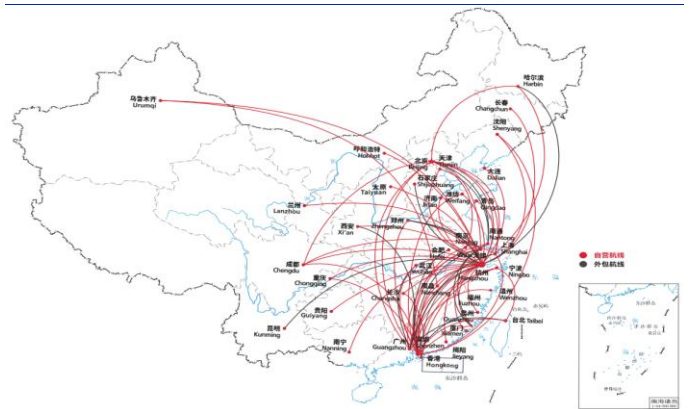
图 46：顺丰航空自有全货机机型分布（截至 2021.08）



资料来源：公司官微，安信证券研究中心整理

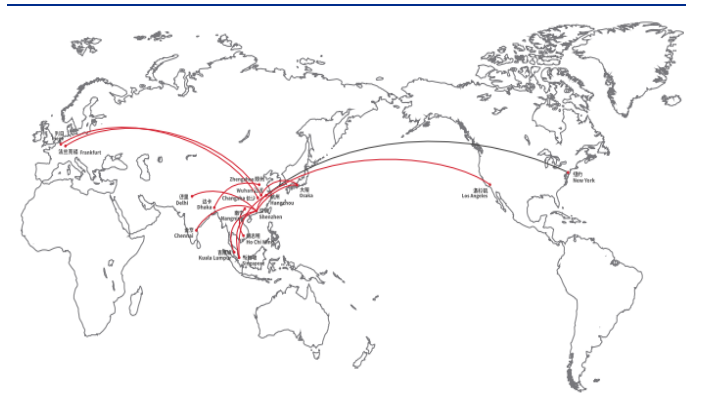
形成覆盖全国、辐射亚洲、触达欧洲、通航全球 70 余城的货运航线网络，参与建设鄂州机场打造亚洲第一个货运核心枢纽。2020 年顺丰航空拥有 220 对航权时刻，并在巩固欧洲、东南亚区域运行能力的基础上，于 11 月初实现了北美区域运行能力突破，为搭建自主可控的国际供应链网络提供更强大的支持。此外，鄂州机场即将建成，将重塑我国民航的航空货运市场结构。鄂州机场建成后，预计 1.5-2h 的飞行能覆盖经济人口占全国 90% 的地区，在我国中部地区形成辐射全国的速递物流型货运枢纽；预计 2025 年实现货邮吞吐量 245 万吨、旅客吞吐量 100 万人次；2030 年实现货邮吞吐量 330 万吨、旅客吞吐量 150 万人次。

图 47：顺丰航空国内航线网络（截至 2020 年底）



资料来源：顺丰年报，安信证券研究中心

图 48：顺丰航空国际航线网络（截至 2020 年底）

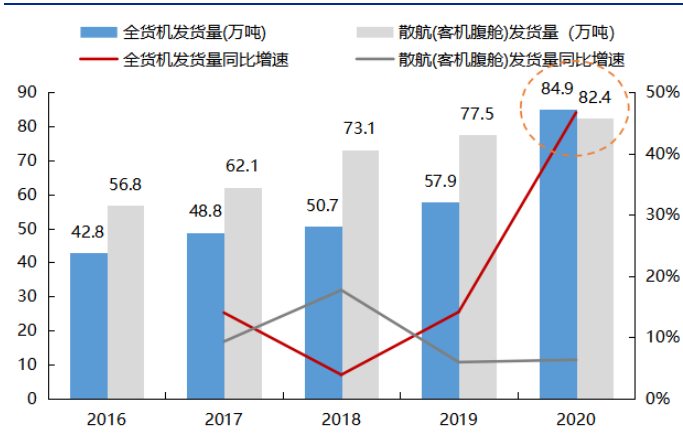


资料来源：顺丰年报，安信证券研究中心



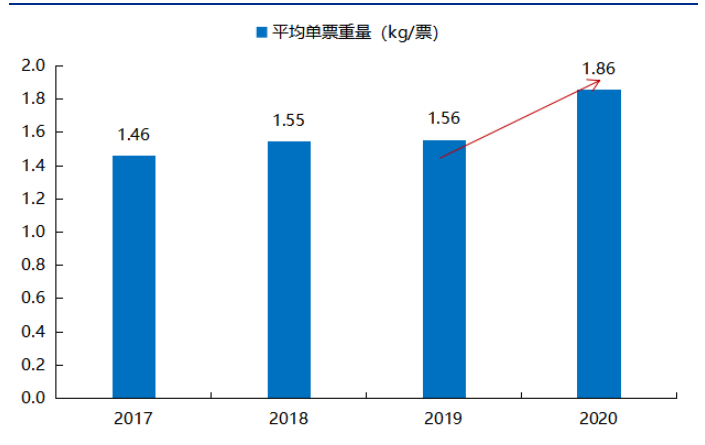
2020年顺丰全货机发货量超过散航，货品类型集中于轻货。顺丰不仅通过自营和租赁的全货机发货，还通过自营（与航空公司直接合作）、代理（货运代理）或三方合作（顺丰、航空公司、代理）等模式，与国内外超百家航空公司获取稳定的客机腹舱资源。2020年航空发货量总计约167.25万吨，占国内货邮运输量的34%，同比提高9.2pts；其中全货机发货量84.89万吨，首次超过散航发货量，同比大幅增长46.70%；公司散航发货量平稳增长，2020年实现82.36万吨的发货量。具体来看，顺丰航空件的单票重量较轻，单票基本在1.45-1.55kg左右浮动，2020年单票均重达到1.86kg，主要受运输防疫物资及医疗器械等影响。

图 49：2016-2020 年顺丰全货机和散航发货量及增速



资料来源：顺丰年报，安信证券研究中心

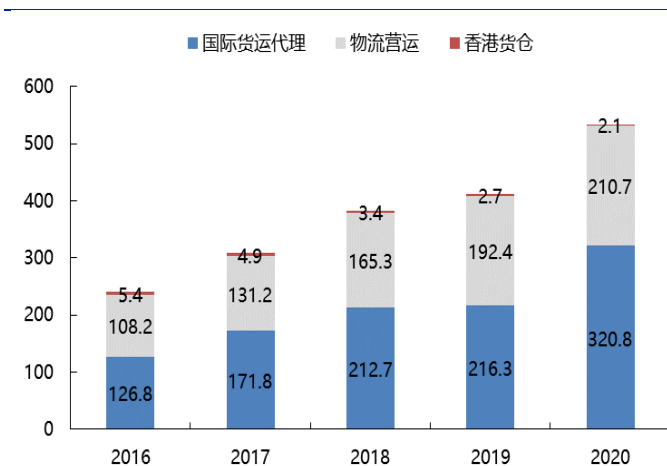
图 50：2017-2020 年顺丰航空件单票重量



资料来源：顺丰年报，安信证券研究中心

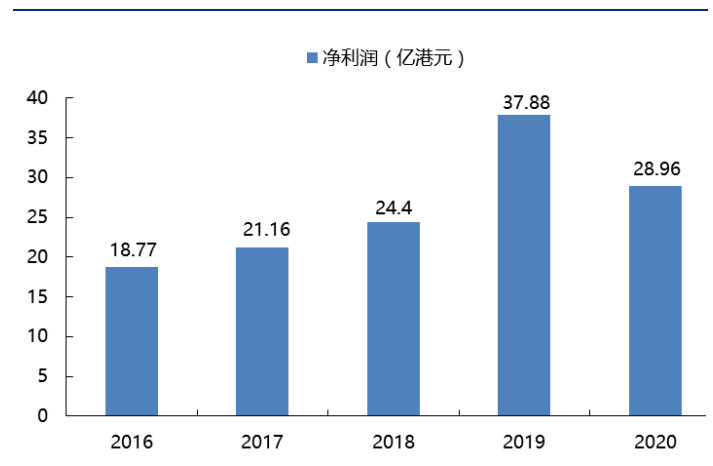
收购嘉里物流，加速海外布局，嘉里货代与顺丰航空资源互补。顺丰于2021年初披露拟部分要约收购嘉里物流共计51.8%股权，交易对价为175.6亿港元。嘉里物流在中国大陆以及东南亚地区拥有核心基础网络设施以及众多品牌客户资源，并且其国际领先的货代业务将与顺丰海外业务形成互补，顺丰的航空运力资源可利用嘉里物流充裕的货量提升自有货机装载率。

图 51：2016-2020 年嘉里物流营业收入 (亿港元)



资料来源：嘉里物流年报，安信证券研究中心

图 52：2016-2020 年嘉里物流净利润 (亿港元)



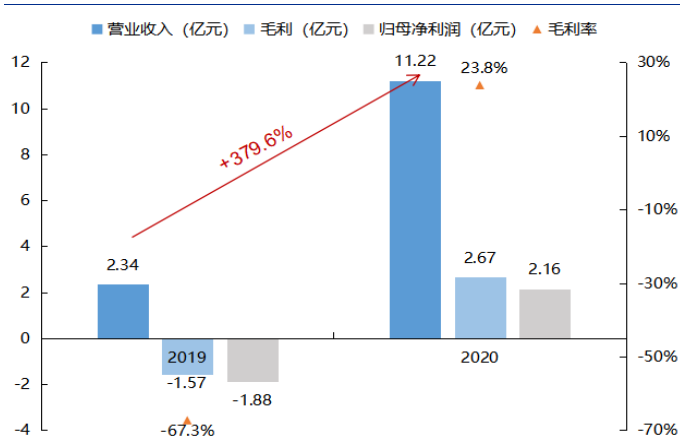
资料来源：嘉里物流年报，安信证券研究中心



(2) 圆通航空：自有航空网络打造“通达系”差异化服务体系

国内第二大民营航空公司，2020年圆通速递航空业务营收同比大幅增长379.58%。2015年10月圆通航空正式开航运营，圆通成为国内仅有的两家拥有自有航空公司的民营快递企业之一。截至2021年8月，公司自有机队数量11架，其中6架B757-200，5架B737-300，公司高度关注国际、国内航空货运市场的发展，并积极制定并实施引进中大型、长航程全货机计划，逐步调整机队规模，优化机队结构，近日已签署购买7架B757-200的意向书，将进一步提升国际航空货运能力。疫情期间圆通航空盈利改善显著，2020年航空业务收入同比增长379.6%；实现毛利2.67亿元、毛利率高达23.8%；归母净利润也转负为正，为2.16亿元。

图 53：2019-2020 年圆通航空经营情况



资料来源：圆通年报，安信证券研究中心

图 54：圆通航空全球航线布局（截止 2020 年底）



资料来源：圆通年报，安信证券研究中心

(3) 京东物流：收购跨越速运+自建航空货运公司

牵手跨越速运，补齐航空资源。跨越速运于2007年成立，主营“限时速运”服务，是最早布局航空资源的物流企业之一，跨越速运截止目前拥有16架货运包机，并与三大航等国内主要航空公司达成战略合作，共同推出“客改货”、“客包机”等航空物流新模式，仅在华南地区就拥有70%的航空腹舱资源。京东物流在2020年收购跨越速运，极大地增强了公司的航空网络，并为建立京东货运航空打下基础。

图 55：跨越速运最新运营情况



资料来源：跨越速运官网，安信证券研究中心



京东物流运力及航线网络扩张迅速，全球航空货运超级枢纽港落户芜湖。2018年11月6日，京东物流的第一架全货机成功首航，京东物流从此进入全货机时代。根据京东物流官微报道，截至今年京东618期间，京东快递的航空城市流向已近10万条（同比增加7万条），可寄航空件的城市也扩展至300个（同比增长143个）。2020年10月26日，芜湖市政府与京东集团签署全面战略合作协议，将在建设面向全球的航空货运枢纽、全面构建现代流通体系等方面开展深度合作，京东全球航空货运超级枢纽港落户芜湖，总投资950亿元。按照京东全球超级港项目的规划，预计2025年机队规模达到114架，枢纽投放飞机达到50架，货邮吞吐量达233万吨。

表 6：京东全球超级港概念规划

类别	近期		远期	
	2025年	2030年	2035年	2045年
飞行区等级	4D	4E	4E	4E
跑道数量(个)	2跑	2跑4滑	2跑4滑	3跑
高峰小时(架次/小时)	41	55	64	78
机队规模(架)	114	201	339	501
枢纽投放飞机数量(架)	50	81	142	306
枢纽机位需求(个)	75	121	186	333
货运吞吐量(万吨/年)	233	410	603	810

资料来源：《京东全球超级港概念规划》，安信证券研究中心

京东货运航空公司筹备获批，有望年内实现首飞。2018年12月20日，京东物流与南通市政府签署战略合作框架协议，将把南通机场打造为京东物流航空货运枢纽；2019年12月30日，京东集团全球航空货运枢纽华东地区项目在南通正式开工。2021年8月3日，民航局公布《关于拟批准江苏京东货运航空有限公司筹建的公示》，标志着京东物流在航空货运领域的部署进入冲刺阶段，按照筹备货运航空公司的速度，京东货运航空有望在年内实现首飞。江苏京东货运航空有限公司注册资本为人民币6亿元，由宿迁京东展锐（出资4.5亿元，占75%）和南通机场合资成立（出资人民币1.5亿元，占25%）。

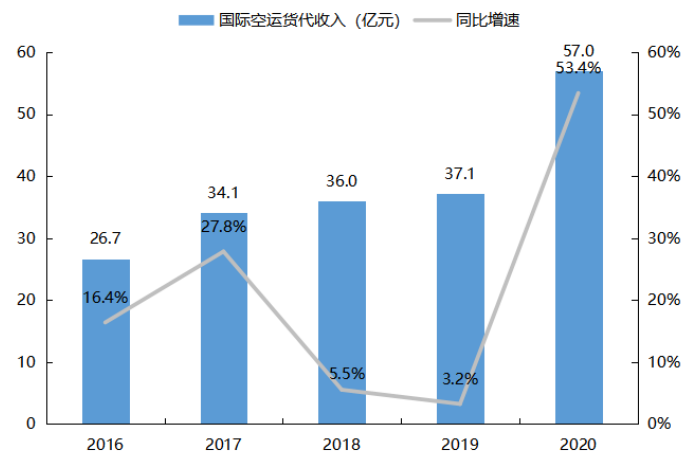
3.3. 货代公司

（1）华贸物流：国内航空货代龙头，兼收并购卡位跨境电商物流核心资源

2020年公司实现营收140.95亿元，同比增长37.47%，主要由国际货代和跨境电商物流业务带动增长；实现归母净利润5.30亿元，同比增长51.01%。2020年公司国际空运货代收入同比增长53.4%，达到57亿元；跨境电商物流收入同比大幅增长7.2倍达到18.98亿元，且毛利率较高，为17.5%。

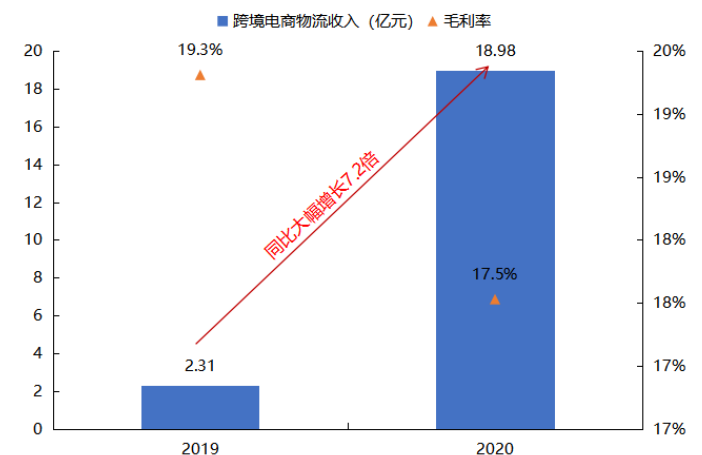


图 56：2016-2020 年华贸物流国际空运货代收入及增速



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 57：华贸物流跨境电商物流收入及毛利率



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

重视资本与并购，积极布局跨境电商物流向全链路发展。公司重视资本与并购，以及与产业协同发展，积极寻找协同优势明显且在跨境电商物流具有明显竞争优势的物流标的企业：包括特种物流（2016 年收购中特物流）、跨境电商物流（2014 年收购上海德祥物流集团、2019 年收购华安润通和华大国际、2021 年收购深创建供应链和佳成国际）、工程物流（2020 年收购洛阳中重运输）等，稳步由单一代理向提供全过程综合物流解决方案者迈进。其中，佳成物流在跨境电商物流已有良好的布局，尤其是在前端揽收、关务、海外段尾程服务能力较强；但是受限于运力资源和资金实力，干线能力相对薄弱。公司可以结合传统贸易的普货、邮政小包以及佳成物流的 FBA 专线电商货，进一步构建和充实华贸物流的干线产品；同时，基于公司与中国邮政的合作关系，嫁接佳成物流的海外尾程服务，为中国邮政的非邮业务打通全球供应链体系。

表 7：华贸物流兼收并购事件

时间	并购标的	并购意义
2014	上海德祥集团 65%股权	打通了跨境电商进口备货保税模式的全球海运拼箱集运的物流通道，为电商提供低成本的跨境集运综合物流服务
2016	中特物流 100%股权	拓展特种物流业务；该业务当年毛利率 33.23%，占整体毛利比例达 19.20%，成为传统国际空、海运业务后盈利贡献较大的业务
2019	河南航投物流 49%股权 华安润通和华大国际 70%股权	借助河南航投已经构建的运力资源实现物流链向上游延伸，努力构建细分市场全链条物流服务能力，进一步打造差异化竞争优势 成功进入邮政国际空运细分市场，加速跨境电商物流平台建设
2020	洛阳中重运输 60%股权	开发中原地区客户，填补华贸物流在区域市场的薄弱地带；与中特物流具备同行业务差异，增加大件运输领域的互补性；进一步巩固和提高工程物流板块的市场竞争优势
2021.03	深创建供应链 33.5%股权	利用并发挥深创建供应链在跨境贸易物流监管方面的优势，整合在国际物流干线运力、海外网络的资源，共同构建全球跨境电商物流体系
2021.07	杭州佳成国际物流 70%股权	佳成物流在跨境电商物流已有良好的布局，尤其是在前端揽收、关务、海外段尾程服务能力较强

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

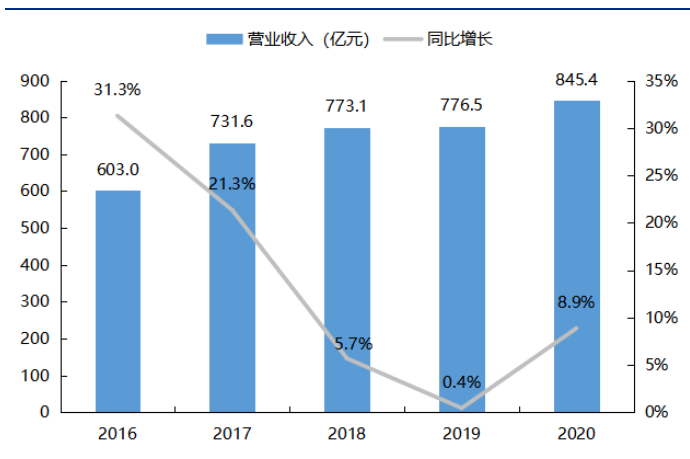
(2) 中国外运：国内领先的综合物流服务提供商和整合商

跨境电商物流和空运代理在疫情期间快速增长，空运运力通道成效初显。中国外运是国内最大的国际货运代理公司和第三方物流公司，主营业务包括专业物流、代理及相关业务和电商业务三大板块。2020 年公司实现营业收入 845.374 亿元，同比增长 8.9%；实现扣非归母净



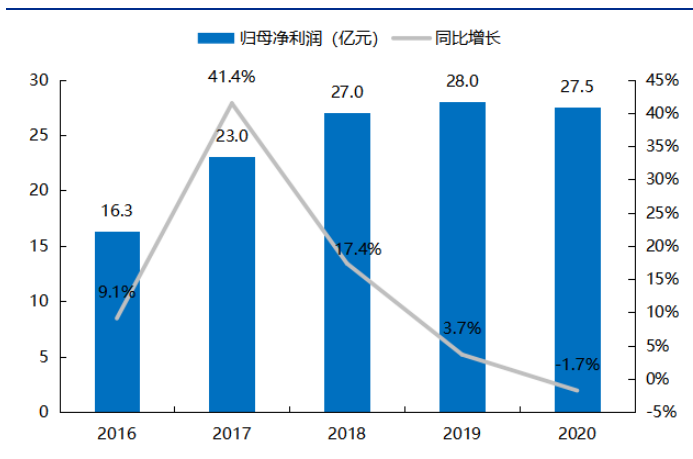
利润为 23.5 亿元，同比增长 13.57%，公司业绩增长主要得益于空运市场需求旺盛、运价持续走高，公司通过包机等形式提前布局空运通道和加强运力集采，有效推动了跨境电商物流、空运代理等重点业务的增长。具体来看，①2020 年代理及相关业务中的空运代理收入为 71.8 亿元，同比增长 40.6%；分部利润由 2019 年的 0.96 亿元增至 2.37 亿元，同比增长 1.5 倍。②电商业务中的跨境电商物流业务收入翻倍，超过 70 亿元；分部利润同比增长 4.4 倍，达到 1.67 亿元人民币。

图 58：2017-2020 年中国外运营收及增速



资料来源：中国外运招股说明书，安信证券研究中心

图 59：2017-2020 年中国外运归母净利润及增速



资料来源：中国外运招股说明书，安信证券研究中心

中国外运的核心优势如下：

①具备丰富的跨境空运经验和资源优势

丰富的通关服务经验：长期与监管机构保持密切沟通，为经验客户提供最有利的通关方案，已开始针对 9710/9810 设计试点；丰富的地面操作经验：多年经营积累了优秀的地面操作团队及丰富经验，高效的地面操作经验作能最大程度减少操作时间，提高装载效率，降低单位成本；丰富的海外操作经验：欧美、东南亚、中亚、俄罗斯、中东、非洲、日韩、澳新、巴西等海外公司可以提供基于自有或者合作伙伴资源的空运报关、经验清关、操作和提派送服务。此外，公司收购了欧洲 KLG 集团，跨境电商物流业务至欧洲落地的清关派送操作通过自有运营体系完成，将极大提高利润空间。

②空运代理+跨境电商物流共用空运通道，业务协同性高

依托全程供应链服务能力和多年跨境物流经验吸引跨境电商客户，带来持续稳定货量，使锁定运力成为可能；通过空运包机包舱形式锁定运力，提升服务质量和稳定性，助推空运业务开发高质量直接客户；二者共用空运通道，相互协同，通过对空运重货和电商抛货优化配载，实现运力利用率最优化，利润率最大化。



■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

明兴、孙延声明, 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

安信证券股份有限公司(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

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, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。



■ **销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	钟玲	上海区域销售经理	15900782242	zhongling@essence.com.cn
	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn
	张莹	北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳区域销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	马田田	深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn
	聂欣	深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn
	毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034

