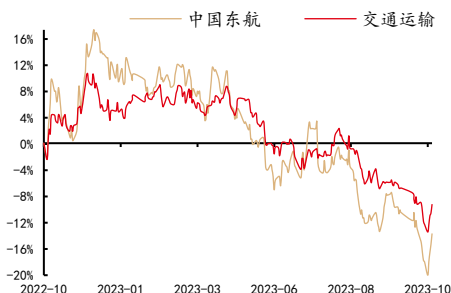


## 股票投资评级

买入 | 首次覆盖

### 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

### 公司基本情况

最新收盘价(元)	4.24
总股本/流通股本(亿股)	222.91 / 134.81
总市值/流通市值(亿元)	945 / 572
52周内最高/最低价	5.77 / 3.93
资产负债率(%)	89.5%
市盈率	-2.14
第一大股东	中国东方航空集团有限公司

### 研究所

分析师: 曾凡喆  
SAC 登记编号: S1340523100002  
Email: zengfanzhe@cnpsec.com

## 中国东航(600115)

### 三季度业绩历史最佳，看好业绩反转趋势

#### ● 中国东航披露 2023 年三季报

中国东航披露 2023 年三季报，前三季度营业收入 855.4 亿元，同比增长 138.6%，实现归母净利润-26.1 亿元，同比减亏，其中三季度实现营业收入 361.1 亿元，同比增长 118.9%，实现归母净利润 36.4 亿元，同比扭亏。

#### ● 需求复苏叠加低基数，业务量大幅上升拉动收入增长

暑运出行需求复苏，民航保持高位运行，东航低基数下业务量提升显著，三季度公司 ASK、RPK 同比分别提高 119.8%、149.7%，恢复至 19 年同期的 99.5%、92.5%，客座率 76.61%，同比提高 9.19pct，相比 19 年同期下降 5.80pct。三季度民航运价相比 19 年同期改善明显，量价齐升拉动收入大幅增长。

#### ● 成本同步提升，费用率下降，创历史最佳单季度业绩

因业务量大幅上升，三季度公司营业成本 302.2 亿元，同比增长 35.1%。航油价格同比下降，但运力大幅增投抬升航油成本。因国际长航线仍处于恢复进程中，机队利用效率和 19 年相比仍有差距导致单位非油成本相比 19 年同期仍有一定升幅。三季度公司费用水平同比显著改善，因业务量上升，公司销售费用显著增长，但销售费用率为 3.15%，同比下降 0.75pct，管理、研发费用率分别为 2.42%、0.16%，同比分别下降 3.20pct、0.29pct，财务费用因汇兑损益同比显著改善而有明显下降，财务费用率为 3.39%，同比下降 15.06pct。其余报表项目表现基本平稳，公司业绩创单季度最佳表现。

#### ● 盈利预测及投资建议

当前民航市场依然处于恢复过程中，供给端，机队引进持续放缓，理论供给增量有限，需求端则伴随着经济持续复苏而有望不断增长，供需持续好转的势头不改，运价有望保持上行趋势。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1159.8 亿元、1415.0 亿元、1597.9 亿元，同比分别增长 151.5%、22.0%、12.9%，归母净利润分别为-52.6 亿、73.9 亿、139.1 亿，同比分别减亏 85.9%、扭亏、增长 88.1%。2023 年 10 月 27 日公司收盘价对应 2024-2025 年预测 EPS 的 PE 估值分别为 12.8X、6.8X，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示：

宏观经济下滑，民航需求复苏不及预期，油价持续高位，汇率贬值，安全事故。

#### ■ 盈利预测和财务指标

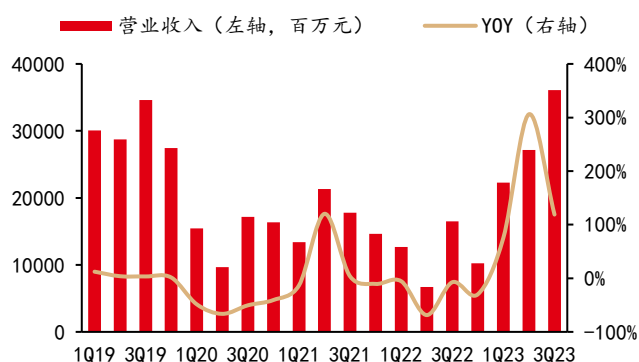
项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	46111	115977	141498	159788
增长率(%)	-31.31	151.52	22.01	12.93
EBITDA（百万元）	-9979.00	13118.96	28182.52	36273.50
归属母公司净利润（百万元）	-37386.00	-5260.58	7392.38	13906.15
增长率(%)	-206.09	85.93	240.52	88.11
EPS(元/股)	-1.68	-0.24	0.33	0.62
市盈率（P/E）	-2.53	-17.97	12.79	6.80
市净率（P/B）	3.25	3.96	3.01	2.08
EV/EBITDA	-30.74	22.12	9.98	7.34

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1 中国东航披露 2023 年三季度报

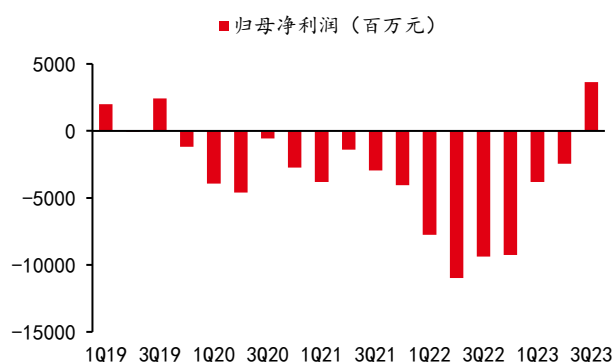
中国东航披露 2023 年三季度报，前三季度营业收入 855.4 亿元，同比增长 138.6%，实现归母净利润-26.1 亿元，同比减亏，其中三季度实现营业收入 361.1 亿元，同比增长 118.9%，实现归母净利润 36.4 亿元，同比扭亏。

图表1：中国东航季度营业收入及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表2：中国东航季度归母净利润

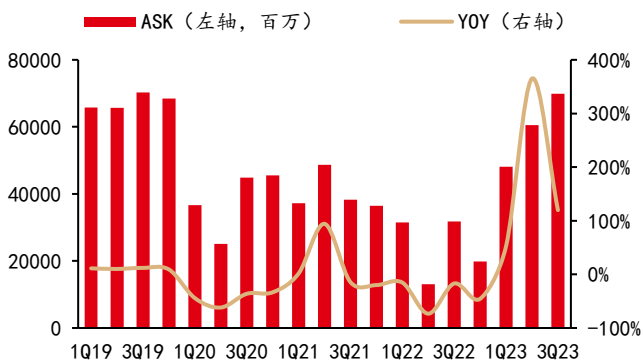


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

## 2 需求复苏叠加低基数，业务量大幅上升拉动收入增长

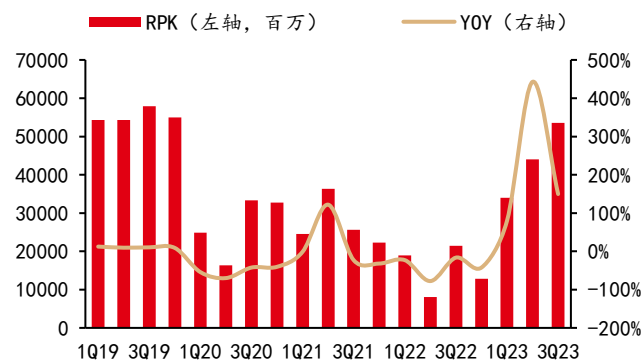
暑运出行需求复苏，民航保持高位运行，东航低基数下业务量提升显著，三季度公司 ASK、RPK 同比分别提高 119.8%、149.7%，恢复至 19 年同期的 99.5%、92.5%，客座率 76.61%，同比提高 9.19pct，相比 19 年同期下降 5.80pct。三季度民航运价相比 19 年同期改善明显，量价齐升拉动收入大幅增长。

图表3：中国东航季度 ASK 及同比增速



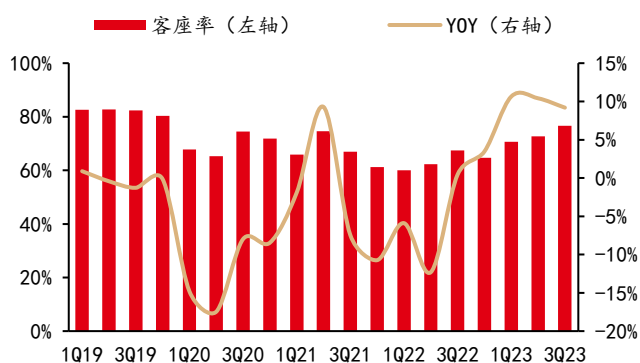
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表4：中国东航季度 RPK 及同比增速



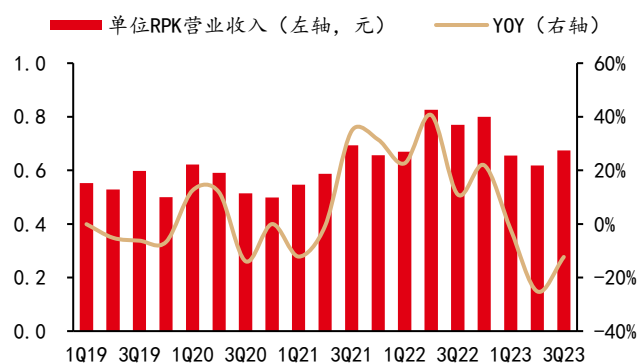
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表5：中国东航季度客座率及同比变化



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表6：中国东航季度单位 RPK 营业收入

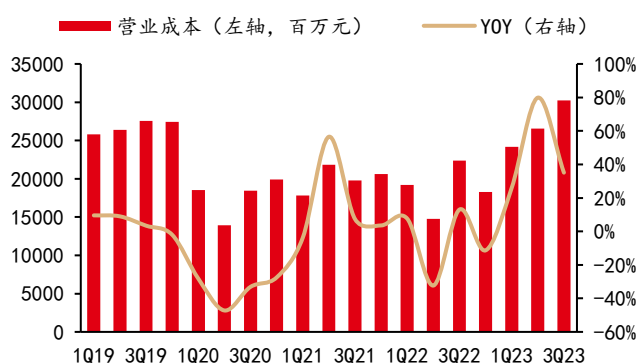


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

### 3 成本同步提升，费用率下降，创历史最佳单季度业绩

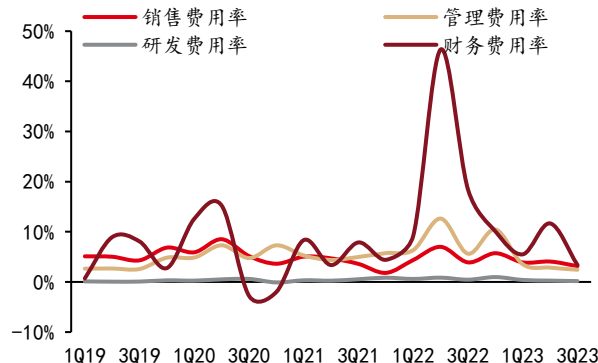
因业务量大幅上升，三季度公司营业成本 302.2 亿元，同比增长 35.1%。航油价格同比下降，但运力大幅增投抬升航油成本。因国际长航线仍处于恢复进程中，机队利用效率和 19 年相比仍有差距导致单位非油成本相比 19 年同期仍有一定升幅。三季度公司费用水平同比显著改善，因业务量上升，公司销售费用显著增长，但销售费用率为 3.15%，同比下降 0.75pct，管理、研发费用率分别为 2.42%、0.16%，同比分别下降 3.20pct、0.29pct，财务费用因汇兑损益同比显著改善而有明显下降，财务费用率为 3.39%，同比下降 15.06pct。其余报表项目表现基本平稳，公司业绩创单季度最佳表现。

图表7：中国东航季度成本及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表8：中国东航季度费用率走势



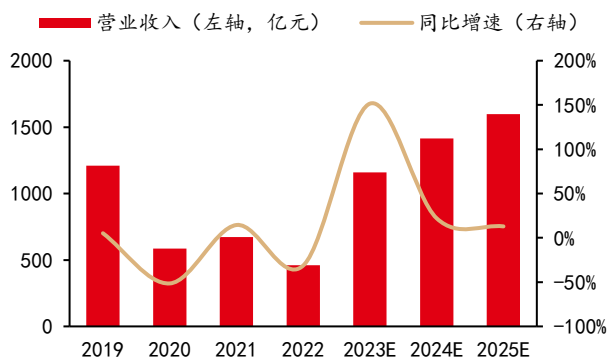
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

### 4 盈利预测及投资建议

当前民航市场依然处于恢复过程中，供给端，机队引进持续放缓，理论供给增量有限，需求端则伴随着经济持续复苏而有望不断增长，供需持续好转的势头不改，运价有望保持上行趋势。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1159.8 亿元、1415.0 亿元、1597.9 亿元，同比分

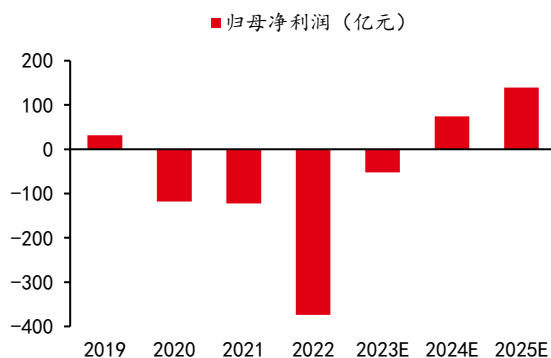
别增长 151.5%、22.0%、12.9%，归母净利润分别为-52.6 亿、73.9 亿、139.1 亿，同比分别减亏 85.9%、扭亏、增长 88.1%。2023 年 10 月 27 日公司收盘价对应 2024-2025 年预测 EPS 的 PE 估值分别为 12.8X、6.8X，首次覆盖给予“买入”评级。

图表9：中国东航收入预测



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所预测

图表10：中国东航盈利预测



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所预测

## 5 风险提示：

宏观经济下滑，民航需求复苏不及预期，油价持续高位，汇率贬值，安全事故。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	46111	115977	141498	159788	营业收入	-31.3%	151.5%	22.0%	12.9%
营业成本	74599	111686	123903	134989	营业利润	-125.7%	84.6%	236.5%	88.1%
税金及附加	208	300	300	320	归属于母公司净利润	-206.1%	85.9%	240.5%	88.1%
销售费用	2253	3952	4742	5298	<b>获利能力</b>				
管理费用	3651	3766	4257	4896	毛利率	-61.8%	3.7%	12.4%	15.5%
研发费用	305	336	369	406	净利率	-81.1%	-4.5%	5.2%	8.7%
财务费用	8344	7360	6326	6139	ROE	-128.6%	-22.0%	23.6%	30.6%
资产减值损失	-97	-100	-100	-100	ROIC	-12.6%	0.5%	5.6%	8.0%
营业利润	-40144	-6183	8442	15880	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	173	200	300	300	资产负债率	89.5%	91.3%	89.2%	85.0%
营业外支出	183	100	100	100	流动比率	0.26	0.20	0.31	0.44
利润总额	-40154	-6083	8642	16080	<b>营运能力</b>				
所得税	-254	-487	778	1286	应收账款周转率	53.37	86.33	65.95	63.64
净利润	-39900	-5596	7864	14794	存货周转率	26.93	73.01	86.49	88.88
归母净利润	-37386	-5261	7392	13906	总资产周转率	0.16	0.41	0.48	0.52
每股收益(元)	-1.68	-0.24	0.33	0.62	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	-1.68	-0.24	0.33	0.62
货币资金	17553	9992	22886	36061	每股净资产	1.30	1.07	1.41	2.04
交易性金融资产	72	70	70	70	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	754	1933	2358	2663	PE	-2.53	-17.97	12.79	6.80
预付款项	311	246	248	270	PB	3.25	3.96	3.01	2.08
存货	1626	1551	1721	1875	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	27413	21793	36350	51801	净利润	-39900	-5596	7864	14794
固定资产	85470	88504	91445	93874	折旧和摊销	21799	11842	13215	14055
在建工程	17727	16582	15665	14932	营运资本变动	2700	14546	3030	1573
无形资产	2530	2530	2520	2500	其他	8927	5761	5985	5756
非流动资产合计	258329	261872	263984	265285	经营活动现金流净额	-6474	26553	30095	36178
资产总计	285742	283665	300334	317086	资本开支	-9953	-14450	-14850	-14850
短期借款	49229	36229	38229	35229	其他	2661	118	174	444
应付票据及应付账款	11570	15977	17897	19498	投资活动现金流净额	-7292	-14332	-14676	-14406
其他流动负债	45647	57519	60294	62541	股权融资	14998	0	0	0
流动负债合计	106446	109725	116420	117268	债务融资	25834	-14338	4000	-2000
其他	149195	149394	151394	152394	其他	-22484	-5446	-6525	-6596
非流动负债合计	149195	149394	151394	152394	筹资活动现金流净额	18348	-19784	-2525	-8596
负债合计	255641	259119	267814	269662	现金及现金等价物净增加额	4591	-7561	12893	13175
股本	22291	22291	22291	22291					
资本公积金	53488	53488	53488	53488					
未分配利润	-44527	-49675	-43281	-31351					
少数股东权益	1021	685	1157	2045					
其他	-2172	-2244	-1135	951					
所有者权益合计	30101	24546	32520	47424					
负债和所有者权益总计	285742	283665	300334	317086					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048