

3Q23 归母净利润较 2019 年同期增长 17%

投资要点

- **事件：**中国国航公布 2023 年三季度报告。公司前三季度累计实现营业收入 1,054.8 亿元，同比+150.6%，比 2019 年同期+2.3%；实现归母净利润 7.91 亿元（去年同期为亏损 281.0 亿元），比 2019 年同期-88.3%。公司第三季度实现营业收入 458.6 亿元，同比+152.9%，比 2019 年同期+21.4%；实现归母净利润 42.4 亿元（去年同期亏损 86.7 亿元），比 2019 年同期+17.1%。前三季度，公司累计确认投资收益为 22.4 亿元，比 2019 年同期+128.4%。其中，第三季度国航确认投资收益共 8.51 亿，环比+30.7%，比 2019 年同期+23.6%。
- **收入和成本分析：**公司第三季度营业收入相比 2019 年同期增长 21.4%，主要受益于：1) 旅客周转量的增长。第三季度公司完成旅客周转量为 646.3 亿人公里，同比 3Q19 增长 6.7%。其中国内旅客周转量为 516.7 亿人公里（包括山航），同比 3Q19 增长 43.7%；2) 单位客公里收益的增长。2023 年上半年，公司整体单位客公里收益相比 1H19 增长 17.1%。公司第三季度营业成本相比 2019 年同期增长 34%，主要受燃油价格拖累。2023 年上半年，公司整体单位可用座公里成本比 2019 年同期+19%，其中单位燃油成本比 2019 年同期+21%。
- **受益于欧洲航线的快速恢复，整体国际运力恢复符合预期：截至 2023 年 9 月，国际运力恢复至 2019 年同期的 60%。**2023 年第三季度，公司完成旅客周转量 646.3 亿人公里，比 2019 年同期+6.7%。其中国内旅客周转量 516.7 亿人公里，比 2019 年同期+43.7%，环比二季度提升 5.7pps；国际旅客周转量 113.7 亿人公里，恢复至 2019 年同期的 50.4%，环比二季度提升 20.6pps；地区旅客周转量 15.8 亿人公里，恢复至 2019 年同期的 76.9%，环比二季度提升 25.0pps。客座率方面，公司 Q3 国内、国际、地区客座率分别为 76%、73%、74%，环比二季度分别提升 4pps、12pps、10pps，但与 2019 年三季度相比的缺口仍有 8pps、7pps、2pps。回顾 2023 年前三季度，国航累计完成国内、国际和地区旅客周转量分别恢复至 2019 年同期的 132%、31%和 54%；前三季度整体客座率分别为 74%、67%和 68%，与 2019 年同期相比下降 9pps、12pps 和 11pps。
- **机队引进：**截至 2023 年三季度末，国航集团共引进飞机 14 架，退出飞机 9 架，净引进飞机 5 架，合计运营飞机 899 架。公司计划 2023-25 年分别引进飞机 37 架、63 架、40 架，退出 23 架、9 架、7 架。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.04 元、0.82 元、1.08 元，对应动态 PE 分别为 199.0 倍、9.4 倍、7.1 倍。给予公司 2024 年 17 倍 P/E，对应目标价为 13.94 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**受宏观经济影响航空出行需求恢复不及预期、原油价格及汇率波动等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	52897.58	154737.50	193181.11	209210.62
增长率	-29.03%	192.52%	24.84%	8.30%
归属母公司净利润（百万元）	-38619.50	629.40	13266.72	17560.16
增长率	-132.06%	101.63%	2007.85%	32.36%
每股收益 EPS（元）	-2.38	0.04	0.82	1.08
净资产收益率 ROE	-209.53%	2.00%	25.80%	24.61%
PE	-3.24	198.97	9.44	7.13
PB	5.30	3.24	2.41	1.80

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn
联系人：林安琪
电话：021-58351759
邮箱：laqi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	162.01
流通 A 股(亿股)	110.24
52 周内股价区间(元)	7.05-11.8
总市值(亿元)	1,252.32
总资产(亿元)	3,388.65
每股净资产(元)	2.41

相关研究

1. 中国国航（601111）：三季度业绩承压，定增募资强化实力（2022-10-31）

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：预计公司 2023-2025 年 ASK 同比增速为+180.0%（考虑山航并表的影响）、+18.0%、+12.7%。受国际政治局势、双边谈判进度和目的地国家地面保障能力限制等因素的影响，预期公司国际运力将在 2025 年恢复到 2019 年的水平。

假设 2：预计公司 2023-2025 年单位客公里收益同比变化为+0.5%、-3.7%、-6.8%。预期公司 2023 年全年单位客公里收益与 2019 年水平相比保持双位数以上的增长，考虑到高油价、国内假期及旺季出行需求旺盛，以及国际线运力恢复有限带来的票价增长。预期随着运力的有序恢复，国际线单位客公里收益将在 2024-2025 年期间逐步下降并恢复至接近 2019 年的水平。

假设 3：预计公司 2023-2025 年单位扣油成本同比变化为-53.0%、-5.0%、-1.0%。考虑到公司全年飞机利用率仍然低于 2019 年的水平，结合公司上半年的业绩表现，预期公司 2023 年全年单位扣油成本将保持高于 2019 年的水平。预期未来两年，伴随着飞机利用率的提升，公司的单位扣油成本将逐步恢复至 2019 年的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	52,897.6	154,737.5	193,181.1	209,210.6
YoY	-29.0%	192.5%	24.8%	8.3%
客运收入	38,296.2	145,828.5	183,178.8	197,890.4
YoY	-34.3%	280.8%	25.6%	8.0%
货运收入	10,084.6	3,488.9	3,227.2	3,867.6
YoY	-9.3%	-65.4%	-7.5%	19.8%
其他收入	4,516.8	5,420.1	6,775.1	7,452.7
YoY	-11.5%	20.0%	25.0%	10.0%
营业成本	82,812.3	140,987.3	164,294.1	174,825.1
YoY	-3.5%	70.2%	16.5%	6.4%
扣油成本	-60,049.5	-93,734.4	-105,077.4	-117,187.9
YoY	-7.8%	56.1%	12.1%	11.5%
毛利	-29,914.7	13,750.2	28,887.0	34,385.5
毛利率	-56.6%	8.9%	15.0%	16.4%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1,547.4 亿元（+192.5%）、1,931.8 亿元（+24.8%）和 2,092.1 亿元（+8.3%），归母净利润分别为 6.29 亿元（2022 年亏损 386.2 亿）、132.7 亿元（+2007.9%）、175.6 亿元（+32.4%），EPS 分别为 0.04 元、0.82 元、1.08 元，对应动态 PE 分别为 199.0 倍、9.4 倍、7.1 倍。

综合考虑业务范围，选取了交通运输行业 6 家上市航空公司作为估值参考，其中中国国航、南方航空、中国东航、吉祥航空以及海航控股是全国范围内的全服务航空公司，华夏航空是区域全服务航空，春秋航空是国内最大的低成本航空。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600029.SH	南方航空	933.22	5.84	-1.90	0.13	0.71	0.90	-3.24	45.55	8.21	6.48
600115.SH	中国东航	834.99	4.16	-1.98	0.01	0.53	0.67	-2.48	467.42	7.84	6.17
601021.SH	春秋航空	495.24	50.61	-3.30	2.21	3.75	4.60	-16.31	22.88	13.51	11.00
603885.SH	吉祥航空	294.46	13.30	-2.03	0.58	1.26	1.55	-7.10	22.86	10.52	8.58
002928.SZ	华夏航空	88.07	6.89	-1.91	-0.44	0.49	0.81	-4.46	-	14.14	8.48
600221.SH	海航控股	600.28	1.39	-0.59	-0.04	0.08	0.09	-2.97	-	18.46	15.96
平均值（剔除极端值）								-4.05	30.43	12.11	9.45
601111.SH	中国国航	1,087.45	7.52	-2.81	0.04	0.82	1.08	-3.15	198.97	9.44	7.13

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 9 倍，行业平均值为 12 倍，公司正常盈利年份（2010-2019 年）期间的历史平均估值水平为 17 倍。我们认为当前股价还未充分反应航空公司的合理估值，综合考虑未来 1-3 年国内及国际航空需求恢复的趋势和节奏，以及对公司未来 1-3 年的盈利预期，给予国航 2024 年 17 倍 P/E 估值，对应目标价为 13.94 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	52897.58	154737.50	193181.11	209210.62	净利润	-45175.91	736.18	13400.59	17737.39
营业成本	-82812.27	-140987.28	-164294.11	-174825.07	折旧与摊销	21313.76	21651.34	22101.34	22551.34
营业税金及附加	-156.28	-464.21	-579.54	-627.63	财务费用	-10335.49	-8325.55	-7083.35	-6170.80
销售费用	-3530.20	-6189.50	-7727.24	-8368.42	资产减值损失	-65.75	-90.00	-90.00	-90.00
管理费用	-4798.72	-6189.50	-7727.24	-8368.42	经营营运资本变动	-14172.83	-9584.58	855.36	558.46
财务费用	-10335.49	-8325.48	-7083.20	-6170.65	其他	31674.17	-2676.88	-3190.08	-2854.24
资产减值损失	-65.75	-90.00	-90.00	-90.00	经营活动现金流净额	-16762.06	1710.51	25993.86	31732.15
投资收益	-26.53	2777.30	3055.03	3055.03	资本支出	-7793.68	-9980.00	-10000.00	-10000.00
公允价值变动损益	0.17	0.00	0.00	0.00	其他	922.97	2777.30	4865.86	5451.90
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6870.71	-7202.70	-5134.14	-4548.10
营业利润	-46084.57	-1349.49	11761.10	17256.96	短期借款	-2055.77	-2000.00	-4000.00	-4000.00
其他非经营损益	205.00	2143.49	2690.79	1871.92	长期借款	23248.31	-6000.00	-30000.00	-29000.00
利润总额	-45879.56	794.00	14451.89	19128.88	股权融资	0.00	14992.88	0.00	0.00
所得税	703.65	-57.75	-1051.16	-1391.35	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-45175.91	736.25	13400.73	17737.53	其他	-3095.38	6531.84	905.83	199.20
少数股东损益	-6556.42	106.85	134.01	177.38	筹资活动现金流净额	18097.16	13524.72	-33094.17	-32800.80
归属母公司股东净利润	-38619.50	629.40	13266.72	17560.16	现金流量净额	-5327.00	8032.53	-12234.44	-5616.75
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11435.88	19468.40	7233.96	1617.21	成长能力				
应收和预付款项	2025.53	6255.62	7562.95	8109.00	销售收入增长率	-29.03%	192.52%	24.84%	8.30%
存货	2557.82	4496.43	5502.32	5744.35	营业利润增长率	-110.90%	97.07%	971.46%	46.73%
其他流动资产	6225.90	9988.59	12469.35	13503.73	净利润增长率	-139.92%	101.63%	1720.28%	32.36%
长期股权投资	12574.37	12574.37	12574.37	12574.37	EBITDA 增长率	-187.85%	125.24%	123.60%	25.61%
投资性房地产	106.12	106.12	106.12	106.12	获利能力				
固定资产和在建工程	119278.31	120644.83	121561.35	122027.87	毛利率	256.55%	191.11%	185.05%	183.56%
无形资产和开发支出	5402.40	4737.04	4091.68	3446.32	三费率	-35.28%	-13.38%	-11.67%	-10.95%
其他非流动资产	135405.01	123032.51	110660.01	98287.52	净利率	-85.40%	0.48%	6.94%	8.48%
资产总计	295011.34	301303.91	281762.12	265416.49	ROE	-209.53%	2.00%	25.80%	24.61%
短期借款	19946.15	17946.15	13946.15	9946.15	ROA	-15.31%	0.24%	4.76%	6.68%
应付和预收款项	16281.25	28441.90	33090.10	35231.14	ROIC	-66.68%	-7.95%	3.40%	7.91%
长期借款	66868.77	60868.77	30868.77	1868.77	EBITDA/销售收入	-89.71%	7.74%	13.86%	16.08%
其他负债	170354.98	157316.05	151914.64	146293.71	营运能力				
负债合计	273451.15	264572.87	229819.66	193339.77	总资产周转率	0.18	0.52	0.66	0.76
股本	14524.82	16200.79	16200.79	16200.79	固定资产周转率	0.62	1.78	2.19	2.35
资本公积	26270.84	39587.75	39587.75	39587.75	应收账款周转率	22.80	42.84	31.28	29.78
留存收益	-17744.74	-17115.40	-3848.81	13711.21	存货周转率	-32.74	-37.61	-32.13	-30.78
归属母公司股东权益	23609.13	38673.14	51939.73	69499.75					
少数股东权益	-2048.95	-1942.11	2.73	2576.97	资本结构				
股东权益合计	21560.19	36731.04	51942.46	72076.72	资产负债率	92.69%	87.81%	81.57%	72.84%
负债和股东权益合计	295011.34	301303.91	281762.12	265416.49	带息债务/总负债	36.57%	34.78%	25.24%	12.94%
					流动比率	0.24	0.45	0.39	0.37
					速动比率	0.21	0.40	0.32	0.30
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	-35106.30	11976.22	26778.94	33637.34	每股收益	-2.38	0.04	0.82	1.08
PE	-3.24	198.99	9.44	7.13	每股净资产	1.46	2.39	3.21	4.29
PB	5.30	3.24	2.41	1.80	每股经营现金	-1.03	0.11	1.60	1.96
PS	2.37	0.81	0.65	0.60	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-6.42	18.45	7.21	4.75					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn