

2023 年三季报业绩点评：单季归母净利润创历史新高，看好后续国际航线恢复带动盈利弹性持续释放 买入（维持）

2023 年 10 月 30 日

分析师
欧阳诗睿

(852) 3982 3217

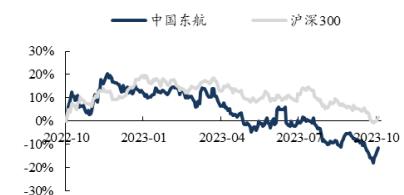
ouyangshirui@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	87,059	157,712	185,488	201,708
同比	-14.35	81.16	17.61	8.74
归母净利润 (百万元)	-32,682	836	12,732	15,641
同比	-170.03	102.56	1,423.78	22.85
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-1.80	0.05	0.70	0.86
EV/EBITDA	-	10.09	6.43	5.67

投资要点

- 2023 年 10 月 27 日，中国东航公布 2023 年三季度业绩。
- 3Q23 东航实现归母净利润 36.4 亿元，创历史新高。2023 年前三季度，公司实现营业收入 855.4 亿元，同比增长 138.6%；录得归母净亏损 -26.1 亿元，同比大幅减亏。其中，3Q23 公司实现营业收入 361.1 亿元，同比增长 118.9%；归母净利润 36.4 亿元，单季度利润创历史新高，暑运旺季背景下盈利弹性充分释放。若考虑单位净利润，东航 3Q23 实现单机归母净利润 466.0 万元，在油价高企的背景下仍较 19 年同期的 345.1 万元有较为明显的提升。
- 量：航空出行需求加速恢复，3Q23 国内/地区/国际航线客座率分别环比提升 3.0pct/8.9pct/9.7pct。**1) 从供给角度看**，3Q23 公司 ASK 恢复至 19 年同期的 99.5%，恢复程度环比提升 7.3pct。其中，国内/地区/国际航线 ASK 分别恢复至 3Q19 的 123.4%/80.7%/56.0%，恢复程度环比分别提升 -0.4pct/9.4pct/20.9pct。**2) 从需求角度看**，3Q23 公司 RPK 恢复至 19 年同期的 92.5%，环比提升 11.5pct。其中，国内/地区/国际航线 RPK 分别恢复至 3Q19 的 113.2%/84.7%/52.8%，恢复程度分别环比 +4.1pct/24.0pct/24.1pct，恢复速度均快于对应航线 ASK，带动国内/地区/国际航线客座率分别环比提升 3.0pct/8.9pct/9.7pct。**3) 展望 4Q23 及 2024 年**，我们认为东航国内运力投放已趋于饱和。同时，我们预计国际航线航班量有望于 24 年一季度末恢复至 19 年同期的 70-80%，并于 24 年暑运恢复至 19 年同期 100% 的水平。届时，东航或将部分运力重新投放至国际航线，国内航线或出现供不应求的情况，从而带动票价维持高位。
- 价：我们测算东航 3Q23 客公里收益较 3Q19 有约 10-15% 的提升，我们判断主要系受益于暑运期间国内航线的高票价。展望 2024 年，我们认为国内航线客公里收益将维持 19 年同期 100-110% 的水平，而国际航线客公里收益将随着国际航线供给增加而进一步下降，预计将保持在 19 年同期 110-120% 的水平。
- 油价高企拖累公司销售毛利率。3Q23 公司单位座公里成本 0.43 元，较 19 年同期的 0.39 元增长 10.3%，主要是 3Q19 我国航空煤油出厂价保持在 4,800-5,000 元/吨的正常水平，而 3Q23 航空煤油均价约 6,900 元/吨，涨幅约 40%，拖累公司销售毛利率由 3Q19 的 20.4% 下降 4.1pct 至 3Q23 的 16.3%。
- 盈利预测与投资评级：考虑到油价高企对公司成本端的影响，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润预测为 -34.8/116.7/142.5 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 EV/EBITDA 分别为 11.8/6.7/6.0 倍。我们的目标价为 6.1 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济复苏弱于预期，国际航线恢复不及预期，油价大幅上涨导致航油成本上升，人民币贬值导致汇兑亏损。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.24
一年最低/最高价	3.89/5.99
市净率(倍)	3.6
流通 A 股市值(百万元)	72,566

基础数据

每股净资产(元)	1.2
资产负债率(%)	91.0
总股本(百万股)	22,291.3
流通 A 股(百万股)	11,202.7

相关研究

《三大航 2023 年半年报点评：三大航上半年均大幅减亏，看好暑运旺季&国际市场加速恢复释放盈利弹性》

2023-09-05

张景之对本文有较大贡献，特此致谢。

中国东航三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	27,413	45,568	57,426	75,710	营业收入	46,111	118,555	148,206	162,957
货币资金及交易性金融资产	17,625	33,171	43,857	60,532	营业成本(含金融类)	74,599	112,840	125,826	136,601
经营性应收款项	1,065	1,786	2,289	2,644	税金及附加	208	237	282	293
存货	1,626	2,762	2,830	4,000	销售费用	2,253	2,490	2,816	3,096
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,651	3,794	4,150	4,400
其他流动资产	7,097	7,848	8,450	8,534	研发费用	305	356	415	424
非流动资产	258,329	253,877	250,904	245,759	财务费用	8,344	6,546	6,104	5,661
长期股权投资	2,716	2,753	2,875	3,080	加:其他收益	3,253	3,557	4,150	4,237
固定资产及使用权资产	211,501	209,042	208,232	205,763	投资净收益	-190	237	296	326
在建工程	17,727	15,841	13,257	10,268	公允价值变动	-12	0	0	0
无形资产	2,530	2,783	3,105	3,255	减值损失	-126	0	0	0
商誉	9,028	9,028	9,028	9,028	资产处置收益	180	119	148	163
长期待摊费用	2,161	2,036	1,991	1,935	营业利润	-40,144	-3,795	13,208	17,207
其他非流动资产	12,666	12,395	12,415	12,430	营业外净收支	-10	0	0	0
资产总计	285,742	299,445	308,330	321,470	利润总额	-40,154	-3,795	13,208	17,207
流动负债	106,446	109,748	108,853	110,219	减:所得税	-254	-95	528	1,377
短期借款及一年内到期的非流动负债	83,601	82,601	80,601	77,601	净利润	-39,900	-3,700	12,680	15,831
经营性应付款项	11,584	14,759	14,250	17,396	减:少数股东损益	-2,514	-222	1,014	1,583
合同负债	3,166	3,385	3,775	4,098	归属母公司净利润	-37,386	-3,478	11,666	14,248
其他流动负债	8,095	9,002	10,227	11,125					
非流动负债	149,195	148,329	145,428	141,372	每股收益-最新股本摊薄(元)	-1.68	-0.16	0.52	0.64
长期借款	38,359	38,389	38,429	38,449					
应付债券	19,580	20,580	19,729	18,034	EBIT	-31,778	2,395	18,868	22,380
租赁负债	78,387	76,492	74,401	72,019	EBITDA	-9,979	23,039	40,595	45,128
其他非流动负债	12,869	12,869	12,869	12,869					
负债合计	255,641	258,077	254,281	251,591	毛利率(%)	-61.78	4.82	15.10	16.17
归属母公司股东权益	29,080	40,569	52,235	66,483	归母净利率(%)	-81.08	-2.93	7.87	8.74
少数股东权益	1,021	799	1,813	3,396					
所有者权益合计	30,101	41,368	54,048	69,879	收入增长率(%)	-31.31	157.11	25.01	9.95
负债和股东权益	285,742	299,445	308,330	321,470	归母净利润增长率(%)	-206.09	90.70	435.40	22.13

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-6,474	25,178	40,661	47,384	每股净资产(元)	1.54	1.82	2.34	2.98
投资活动现金流	-7,292	-15,836	-18,309	-17,116	最新发行在外股份 (百万股)	22,291	22,291	22,291	22,291
筹资活动现金流	18,348	6,204	-11,667	-13,593	ROIC(%)	-12.64	0.92	6.88	7.58
现金净增加额	4,591	15,546	10,686	16,675	ROE-摊薄(%)	-128.56	-8.57	22.33	21.43
折旧和摊销	21,799	20,644	21,727	22,749	资产负债率(%)	89.47	86.19	82.47	78.26
资本开支	-9,953	-16,433	-18,507	-17,278	P/E (现价&最新股本摊薄)	-2.53	-27.17	8.10	6.63
营运资本变动	2,700	1,693	-67	2,756	P/B (现价)	2.75	2.33	1.81	1.42

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15%与 -5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>