

股票投资评级

买入 | 维持

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)	7.30
总股本/流通股本(亿股)	165.94 / 110.24
总市值/流通市值(亿元)	1,211 / 805
52周内最高/最低价	11.30 / 6.89
资产负债率(%)	92.7%
市盈率	-111.25
第一大股东	中国航空集团有限公司

研究所

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

中国国航(601111)

客运底部反转，全年大幅减亏 375.7 亿

● 中国国航披露 2023 年年报

中国国航披露 2023 年年报，全年营业收入 1411.0 亿元，同比增长 166.74%，实现归母净利润-10.5 亿元，同比大幅减亏 375.7 亿元，第四季度公司营业收入 356.2 亿元，同比增长 229.6%，实现归母净利润-18.4 亿元，同比减亏 86.8 亿元。

● 运营逐步回归常态，营收大幅回升

因需求复苏叠加公司并表山东航空，2023 年公司客运运力投放及客运业务量同比大幅回升，ASK 为 2925.1 亿，同比增长 204.0%，RPK 为 2141.7 亿，同比增长 254.9%，客座率 73.2%，同比提高 10.49pct。

运价方面，国际航线供给逐步放量，运价虽有回落，但仍明显高于 2019 年同期水平，国内航线需求复苏，运价有所提升。2023 年公司客公里收益 0.609 元，同比下降 4.0%，其中国内、国际、地区航线客公里收益分别提高 4.6%、下降 71.7%、下降 23.0%。

收入方面，2023 年公司客运收入为 1305.2 亿元，同比增长 240.8%，其中因运力投入上升而增加收入 781.35 亿元，因客座率上升而增加收入 194.65 亿元，因收益水平下降而减少收入 53.80 亿元。货运业务方面，因国际线运价回落，2023 年公司货运业务收入有所下降，为 41.7 亿元，同比下降 58.7%，其中因运力投入上升而增加收入 16.01 亿元，因载运率下降而减少收入 27.46 亿元，因收益水平下降而减少收入 47.75 亿元。

● 成本随业务量恢复而显著增长

因业务量恢复及并表山东航空，公司 2023 年营业成本 1340.2 亿元，同比增长 61.8%，其中航油成本因油量上升及航油价格下降的综合影响，成本达到 467.3 亿元，同比增长 239.6 亿元，升幅为 105.3%，单位 ASK 航油成本 0.1597 元，同比下降 32.5%。非油成本方面，因业务量大幅提升及并表山航，公司起降停机费、维修费用、薪酬、餐食机供品等成本均明显提高，非油成本 872.9 元，同比增长 45.4%，单位 ASK 非油成本 0.2984 元，同比下降 52.2%。

● 国泰投资收益及飞机运营补偿助力，业绩符合预期

2023 年公司运营恢复常态，营收显著修复，销售费用同步回升，管理、研发费用基本稳定，财务费用则因汇兑损失减少而有所降低。因收入大幅上涨，各项费用率均明显下降，全年销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.78%、3.60%、0.26%、5.28%，同比分别下降 2.89pct、5.47pct、0.20pct、14.26pct。

其他科目方面，得益于国泰航空国际航线业务的高景气，2023 年公司投资收益 30.5 亿元，同比增长 30.7 亿元；因业务量恢复带来的补贴收入增加，2023 年公司其他收益 44.5 亿元，同比增长 15.5 亿元；因处置固定资产及无形资产带来的处置收益提升，2023 年公司资

产处置收益 9.3 亿元，同比提高 8.8 亿元；因飞机运营补偿款提高，公司营业外收入 17.9 亿元，同比提高 14.5 亿元。

全年来看，公司客运业务企稳复苏，货邮业务有所回落，全年业绩基本符合预期。

● 盈利预测及投资建议

2024 年我国民航业有望进一步复苏，主要航司运力引进保持克制，国际线进一步修复改善市场格局，预计行业景气度有望持续提升。预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 1818.5 亿元、1960.9 亿元、2091.2 亿元，同比分别增长 28.9%、7.8%、6.6%，归母净利润分别为 79.1 亿元、134.3 亿元、183.6 亿元，同比分别扭亏、增长 69.8%、增长 36.8%，维持“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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	141100	181854	196091	209124
增长率(%)	166.74	28.88	7.83	6.65
EBITDA（百万元）	32992.68	36015.68	42505.11	48947.88
归属母公司净利润（百万元）	-1046.38	7907.02	13425.05	18362.63
增长率(%)	97.29	855.65	69.79	36.78
EPS(元/股)	-0.07	0.50	0.85	1.16
市盈率(P/E)	-110.25	14.59	8.59	6.28
市净率(P/B)	3.25	2.57	2.00	1.53
EV/EBITDA	9.67	8.64	7.06	5.75

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 中国国航披露 2023 年年报

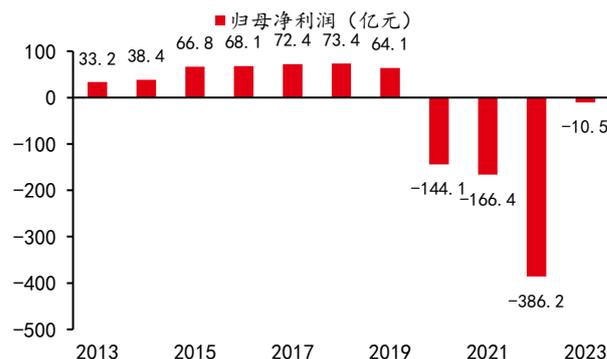
中国国航披露 2023 年年报，全年营业收入 1411.0 亿元，同比增长 166.74%，实现归母净利润-10.5 亿元，同比大幅减亏 375.7 亿元，第四季度公司营业收入 356.2 亿元，同比增长 229.6%，实现归母净利润-18.4 亿元，同比减亏 86.8 亿元。

图表1：中国国航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：中国国航归母净利润



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

2 运营逐步回归常态，营收大幅回升

2023 年民航业逐步走出疫情低谷，回归常态运营，主要航空公司营业收入均实现大幅增长。

因需求复苏叠加公司并表山东航空，2023 年公司客运运力投放及客运业务量同比大幅回升，ASK 为 2925.1 亿，同比增长 204.0%，RPK 为 2141.7 亿，同比增长 254.9%，客座率 73.2%，同比提高 10.49pct。

运价方面，国际航线供给逐步放量，运价虽有回落，但仍明显高于 2019 年同期水平，国内航线需求复苏，运价有所提升。2023 年公司客公里收益 0.609 元，同比下降 4.0%，其中国内、国际、地区航线客公里收益分别提高 4.6%、下降 71.7%、下降 23.0%。

收入方面，2023 年公司客运收入为 1305.2 亿元，同比增长 240.8%，其中因运力投入上升而增加收入 781.35 亿元，因客座率上升而增加收入 194.65 亿元，因收益水平下降而减少收入 53.80 亿元。

货运业务方面，因国际线运价回落，2023 年公司货运业务收入有所下降，为 41.7 亿元，同比下降 58.7%，其中因运力投入上升而增加收入 16.01 亿元，因载运率下降而减少收入 27.46 亿元，因收益水平下降而减少收入 47.75 亿元。

图表3：中国国航 ASK 及同比增速

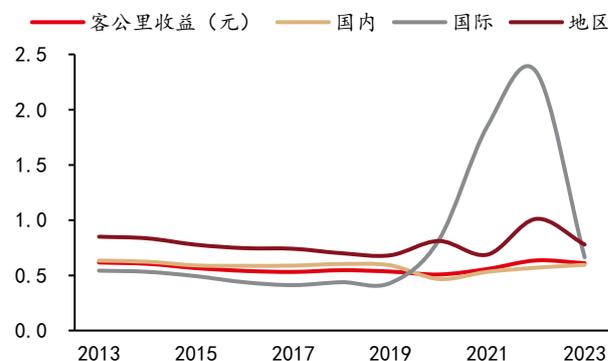

资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表4：中国国航 RPK 及同比增速


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表5：中国国航客座率及同比变化


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表6：中国国航客公里收益


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

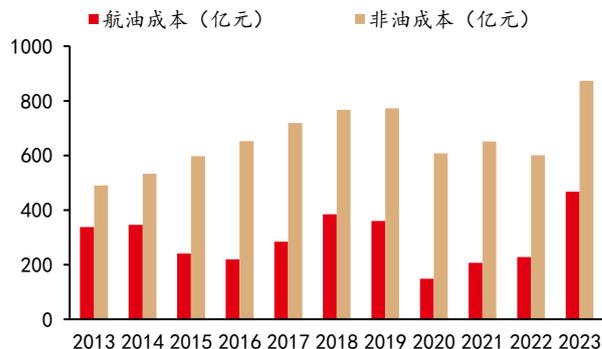
3 成本随业务量恢复而显著增长

因业务量恢复及并表山东航空，公司 2023 年营业成本 1340.2 亿元，同比增长 61.8%，其中航油成本因用油量上升及航油价格下降的综合影响，成本达到 467.3 亿元，同比增长 239.6 亿元，升幅为 105.3%，单位 ASK 航油成本 0.1597 元，同比下降 32.5%。

非油成本方面，因业务量大幅提升及并表山航，公司起降停机费、维修费用、薪酬、餐食机供品等成本均明显提高，非油成本 872.9 元，同比增长 45.4%，单位 ASK 非油成本 0.2984 元，同比下降 52.2%。

图表7：中国国航成本及同比增速


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表8：中国国航航油及非油成本情况


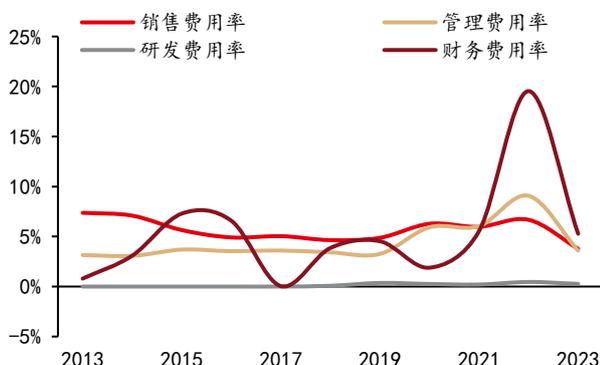
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

4 费用率降低，国泰投资收益及飞机运营补偿助力，业绩符合预期

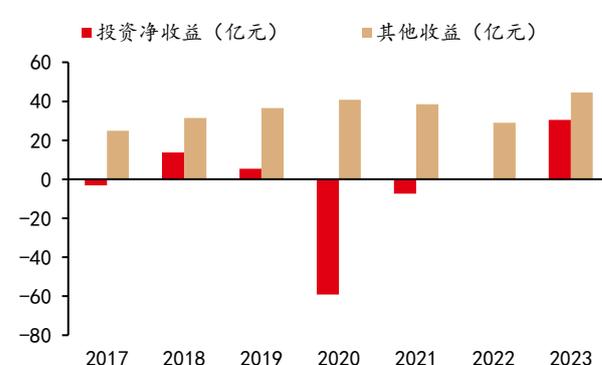
2023 年公司运营恢复常态，营收显著修复，销售费用同步回升，管理、研发费用基本稳定，财务费用则因汇兑损失减少而有所降低。因收入大幅上涨，各项费用率均明显下降，全年销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.78%、3.60%、0.26%、5.28%，同比分别下降 2.89pct、5.47pct、0.20pct、14.26pct。

其他科目方面，得益于国泰航空国际航线业务的高景气，2023 年公司投资收益 30.5 亿元，同比增长 30.7 亿元；因业务量恢复带来的补贴收入增加，2023 年公司其他收益 44.5 亿元，同比增长 15.5 亿元；因处置固定资产及无形资产带来的处置收益提升，2023 年公司资产处置收益 9.3 亿元，同比提高 8.8 亿元；因飞机运营补偿款提高，公司营业外收入 17.9 亿元，同比提高 14.5 亿元。

全年来看，公司客运业务企稳复苏，货邮业务有所回落，全年业绩基本符合预期。

图表9：中国国航费用率情况


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表10：中国国航投资收益及其他收益情况


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

5 盈利预测及投资建议

2024 年我国民航业有望进一步复苏，主要航司运力引进保持克制，国际线进一步修复改善市场格局，预计行业景气度有望持续提升。

预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 1818.5 亿元、1960.9 亿元、2091.2 亿元，同比分别增长 28.9%、7.8%、6.6%，归母净利润分别为 79.1 亿元、134.3 亿元、183.6 亿元，同比分别扭亏、增长 69.8%、增长 36.8%，维持“买入”评级。

6 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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	141100	181854	196091	209124	营业收入	166.7%	28.9%	7.8%	6.6%
营业成本	134015	161023	168645	175136	营业利润	92.8%	395.4%	68.5%	37.5%
税金及附加	367	300	300	350	归属于母公司净利润	97.3%	855.7%	69.8%	36.8%
销售费用	5333	5992	6339	6742	获利能力				
管理费用	5083	5354	5728	6062	毛利率	5.0%	11.5%	14.0%	16.3%
研发费用	373	364	392	418	净利率	-0.7%	4.3%	6.8%	8.8%
财务费用	7453	6893	6028	5655	ROE	-2.8%	16.8%	22.1%	23.2%
资产减值损失	-222	-100	-100	-100	ROIC	2.2%	5.6%	7.4%	8.9%
营业利润	-3324	9818	16548	22750	偿债能力				
营业外收入	1794	300	300	300	资产负债率	89.5%	87.1%	83.4%	78.8%
营业外支出	131	120	120	120	流动比率	0.29	0.40	0.43	0.51
利润总额	-1660	9998	16728	22930	营运能力				
所得税	-91	1300	2007	2752	应收账款周转率	58.40	50.35	46.70	46.45
净利润	-1569	8699	14720	20179	存货周转率	45.22	47.18	47.58	48.66
归母净利润	-1046	7907	13425	18363	总资产周转率	0.45	0.53	0.54	0.56
每股收益(元)	-0.07	0.50	0.85	1.16	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.07	0.50	0.85	1.16
货币资金	15628	28476	31371	41136	每股净资产	2.24	2.84	3.66	4.77
交易性金融资产	3	13	23	33	估值比率				
应收票据及应收账款	3186	4051	4368	4659	PE	-110.25	14.59	8.59	6.28
预付款项	414	483	506	525	PB	3.25	2.57	2.00	1.53
存货	3683	4026	4216	4378	现金流量表				
流动资产合计	32335	47798	51403	62284	净利润	-1569	8699	14720	20179
固定资产	104971	112962	119755	125476	折旧和摊销	27200	19125	19749	20363
在建工程	38408	35543	33250	31416	营运资本变动	5534	5824	2256	3853
无形资产	5817	6087	6357	6627	其他	4254	4015	3828	3612
非流动资产合计	302968	309643	315624	320992	经营活动现金流净额	35418	37662	40553	48007
资产总计	335303	357441	367027	383275	资本开支	-21446	-25120	-25220	-25220
短期借款	21363	22363	19863	17363	其他	6200	2490	2360	2260
应付票据及应付账款	19095	22812	23985	27341	投资活动现金流净额	-15246	-22630	-22860	-22960
其他流动负债	69859	74572	76354	77958	股权融资	18393	1817	0	0
流动负债合计	110317	119746	120202	122662	债务融资	40726	3000	-8200	-9000
其他	189697	191697	185997	179497	其他	-74966	-7085	-6598	-6282
非流动负债合计	189697	191697	185997	179497	筹资活动现金流净额	-15847	-2268	-14798	-15282
负债合计	300015	311444	306199	302159	现金及现金等价物净增加额	4409	12848	2895	9764
股本	16201	16594	16594	16594					
资本公积金	39588	41012	41012	41012					
未分配利润	-30341	-23427	-11905	3813					
少数股东权益	-1942	-1150	145	1961					
其他	11783	12969	14983	17737					
所有者权益合计	35288	45997	60828	81116					
负债和所有者权益总计	335303	357441	367027	383275					

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
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。 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。	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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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