

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)	3.64
总股本/流通股本(亿股)	222.91 / 134.81
总市值/流通市值(亿元)	811 / 491
52周内最高/最低价	5.49 / 3.61
资产负债率(%)	85.4%
市盈率	-9.84
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)

民航需求复苏，公司营收回升，全年明显减亏

● 中国东航披露 2023 年年报

中国东航披露 2023 年年报，全年营业收入 1137.4 亿元，同比增长 145.6%，实现归母净利润-81.7 亿元，同比减亏 291.9 亿元。

● 运量及客座率均显著恢复，营收同比明显增长

2023 年民航业逐步走出低谷，回归常态运营，主要航空公司营业收入均实现大幅增长。2023 年公司业务量显著恢复，叠加 2022 年上海市场的低基数，公司业务数据同比实现大幅增长，全年 ASK2450 亿，同比增长 154.6%，RPK1823 亿，同比增长 197.4%，客座率恢复至 74.4%，同比提升 10.72pct。

运价方面，国内市场需求恢复，公司运价同比明显提高，而国际及地区市场因运力投入恢复叠加高基数而同比显著回落，2023 年公司整体客公里收益 0.574 元，同比小幅提升 0.4%。收入方面，分业务来看，因民航客流复苏，公司客运收入为 1045.8 亿元，同比增长 198.8%；因运价下降，公司货邮运输收入 36.3 亿元，同比减少 53.2%。

● 成本随业务量恢复而显著增长

因业务量恢复，公司 2023 年营业成本 1124.6 亿元，同比增长 50.8%，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 411.0 亿元，升幅为 84.9%，单位 ASK 航油成本 0.1678 元，同比下降 27.4%。非油成本方面，因业务量大幅恢复，公司可变成本明显提高，非油成本为 713.6 亿元，同比增长 36.3%，单位 ASK 非油成本 0.2913 元，同比下降 46.5%。

● 费用率降低，全年大幅减亏

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 3.79%、3.09%、0.24%、5.75%，同比分别下降 1.10pct、4.83pct、0.42pct、12.35pct。

其他报表科目方面，除因业务量增长带来补贴收入提高导致公司其他收益提高 17.5 亿元至 50.0 亿元，其他科目波动不大。2023 年公司客运业务企稳复苏，但因一季度春运缺失，年末淡季需求回落，全年大幅减亏，但尚未实现盈利。

● 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 1503.6 亿元、1589.6 亿元、1638.9 亿元，同比分别增长 32.2%、5.7%、3.1%，归母净利润分别为 43.0 亿元、84.8 亿元、104.1 亿元，同比分别扭亏、增长 97.2%、增长 22.8%，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**

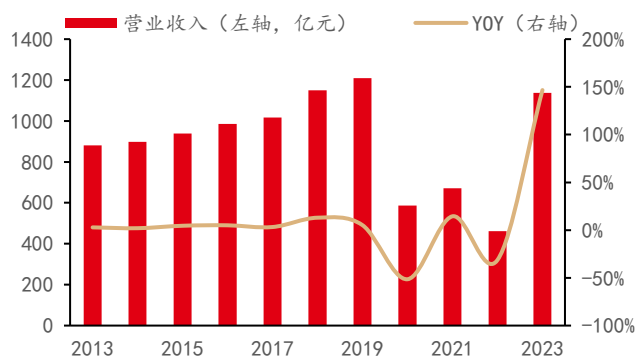
项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	113741	150360	158962	163888
增长率(%)	145.63	32.20	5.72	3.10
EBITDA(百万元)	22837.00	24940.00	30192.23	32838.65
归属母公司净利润(百万元)	-8168.00	4299.67	8479.32	10411.41
增长率(%)	78.13	152.64	97.21	22.79
EPS(元/股)	-0.37	0.19	0.38	0.47
市盈率(P/E)	-9.93	18.87	9.57	7.79
市净率(P/B)	2.00	1.80	1.51	1.27
EV/EBITDA	11.88	10.25	8.13	7.04

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1 中国东航披露 2023 年年报

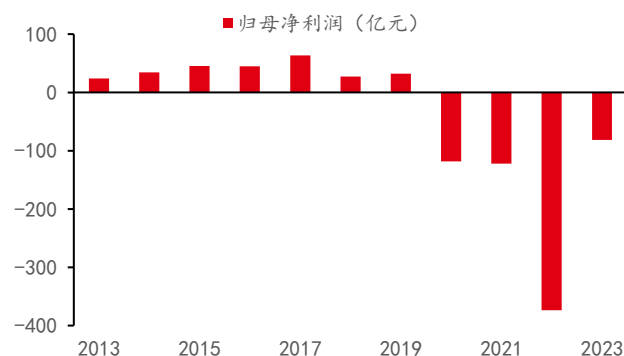
中国东航披露 2023 年年报，全年营业收入 1137.4 亿元，同比增长 145.6%，实现归母净利润-81.7 亿元，同比减亏 291.9 亿元。

图表1：中国东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：中国东航归母净利润



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

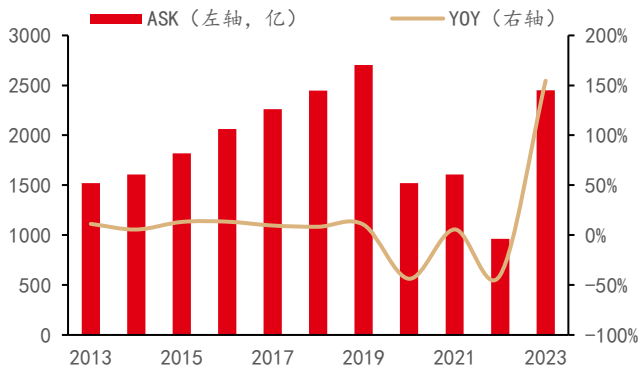
## 2 运量及客座率均显著恢复，营收同比明显增长

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

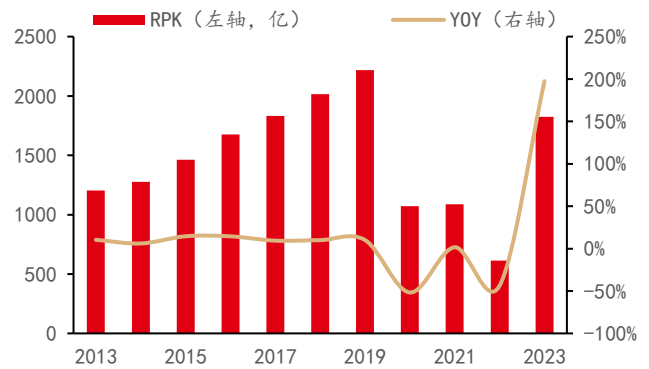
2023 年公司业务量显著恢复，叠加 2022 年上海市场的低基数，公司业务数据同比实现大幅增长，全年 ASK2450 亿，同比增长 154.6%，RPK1823 亿，同比增长 197.4%，客座率恢复至 74.4%，同比提升 10.72pct。

运价方面，国内市场需求恢复，公司运价同比明显提高，而国际及地区市场因运力投入恢复叠加高基数而同比显著回落，2023 年公司整体客公里收益 0.574 元，同比小幅提升 0.4%。

收入方面，分业务来看，因民航客流复苏，公司客运收入为 1045.8 亿元，同比增长 198.8%；因运价下降，公司货邮运输收入 36.3 亿元，同比减少 53.2%。

**图表3：中国东航 ASK 及同比增速**


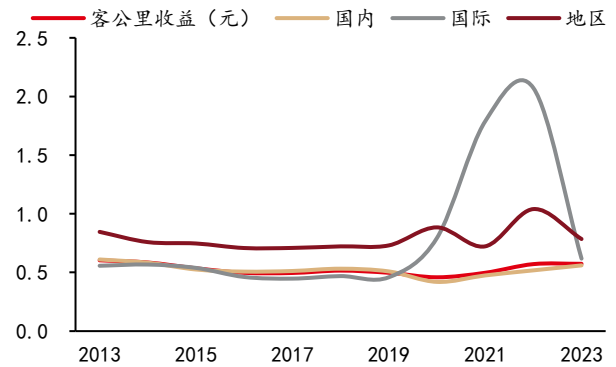
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

**图表4：中国东航 RPK 及同比增速**


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

**图表5：中国东航客座率及同比变化**


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

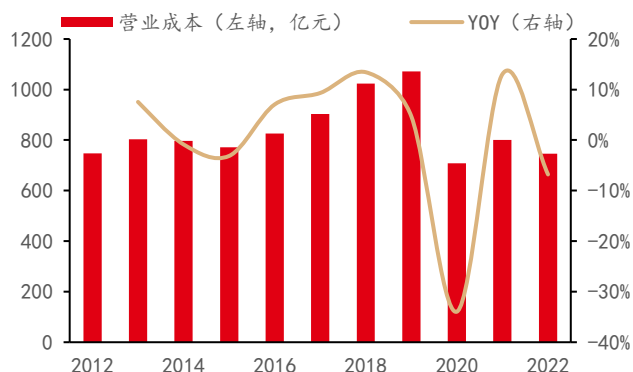
**图表6：中国东航客公里收益**


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

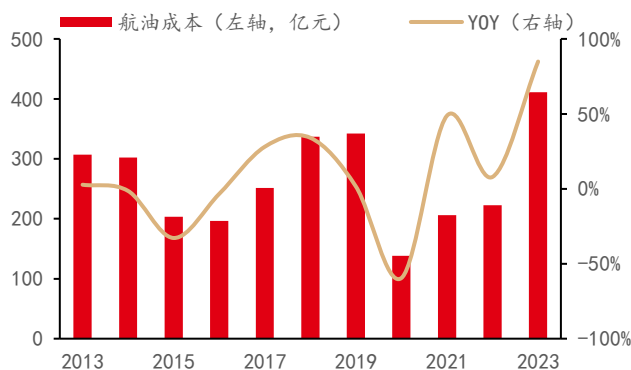
### 3 成本随业务量恢复而显著增长

因业务量恢复，公司 2023 年营业成本 1124.6 亿元，同比增长 50.8%，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 411.0 亿元，升幅为 84.9%，单位 ASK 航油成本 0.1678 元，同比下降 27.4%。

非油成本方面，因业务量大幅恢复，公司可变成本明显提高，非油成本为 713.6 亿元，同比增长 36.3%，单位 ASK 非油成本 0.2913 元，同比下降 46.5%。

**图表7：中国东航成本及同比增速**


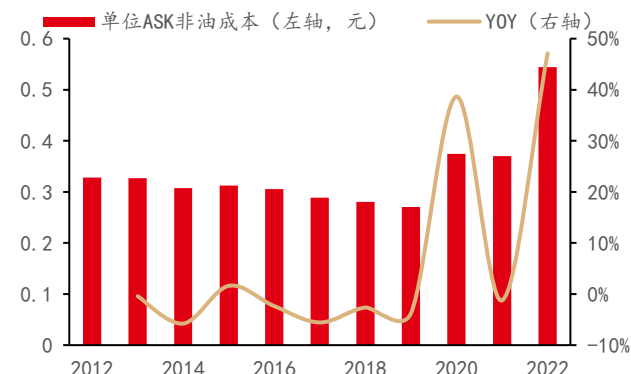
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

**图表8：中国东航航油成本情况**


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

**图表9：中国东航非油成本情况**


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

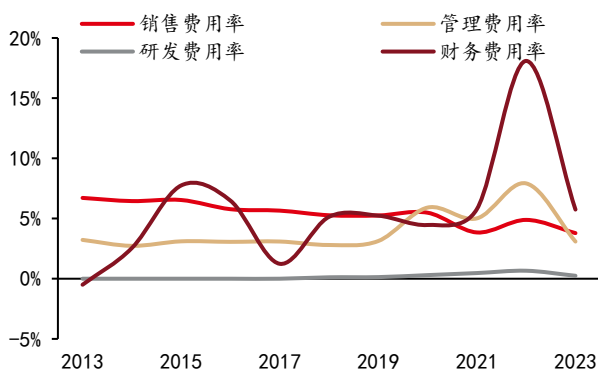
**图表10：中国东航单位ASK非油成本变化**


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

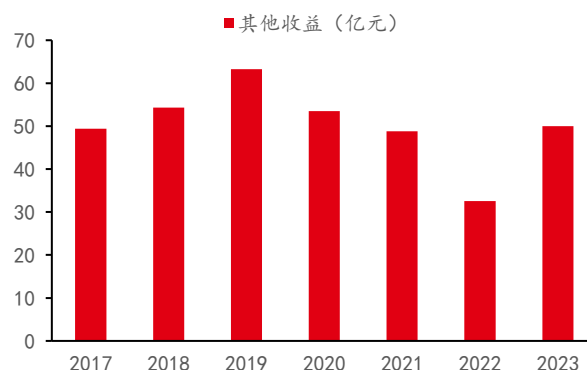
## 4 费用率降低，全年大幅减亏

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 3.79%、3.09%、0.24%、5.75%，同比分别下降 1.10pct、4.83pct、0.42pct、12.35pct。

其他报表科目方面，除因业务量增长带来补贴收入提高导致公司其他收益提高 17.5 亿元至 50.0 亿元，其他科目波动不大。2023 年公司客运业务企稳复苏，但因一季度春运缺失，年末淡季需求回落，全年大幅减亏，但尚未实现盈利。

**图表11：中国东航费用率情况**


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

**图表12：中国东航其他收益情况**


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 1503.6 亿元、1589.6 亿元、1638.9 亿元，同比分别增长 32.2%、5.7%、3.1%，归母净利润分别为 43.0 亿元、84.8 亿元、104.1 亿元，同比分别扭亏、增长 97.2%、增长 22.8%，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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	113741	150360	158962	163888	营业收入	145.6%	32.2%	5.7%	3.1%
营业成本	112461	135941	140331	143264	营业利润	78.7%	156.5%	99.0%	26.9%
税金及附加	345	300	320	340	归属于母公司净利润	78.1%	152.6%	97.2%	22.8%
销售费用	4307	4980	5333	5599	<b>获利能力</b>				
管理费用	3511	3878	4071	4275	毛利率	1.1%	9.6%	11.7%	12.6%
研发费用	277	305	335	369	净利率	-7.2%	2.9%	5.3%	6.4%
财务费用	6535	5990	5427	4911	ROE	-20.1%	9.6%	15.8%	16.2%
资产减值损失	-22	-80	-80	-80	ROIC	-1.0%	4.0%	5.5%	6.1%
<b>营业利润</b>	<b>-8544</b>	<b>4827</b>	<b>9605</b>	<b>12189</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	327	300	300	350	资产负债率	85.4%	84.8%	82.3%	78.7%
营业外支出	61	100	100	100	流动比率	0.24	0.39	0.48	0.52
<b>利润总额</b>	<b>-8278</b>	<b>5027</b>	<b>9805</b>	<b>12439</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	336	452	784	1244	应收账款周转率	76.23	59.07	52.86	52.21
<b>净利润</b>	<b>-8614</b>	<b>4574</b>	<b>9021</b>	<b>11195</b>	存货周转率	69.14	85.38	82.86	83.22
归母净利润	-8168	4300	8479	10411	总资产周转率	0.40	0.51	0.52	0.53
每股收益(元)	-0.37	0.19	0.38	0.47	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	-0.37	0.19	0.38	0.47
货币资金	12057	29436	37611	40867	每股净资产	1.82	2.02	2.40	2.87
交易性金融资产	65	65	65	65	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	2167	2924	3091	3187	PE	-9.93	18.87	9.57	7.79
预付款项	309	272	281	287	PB	2.00	1.80	1.51	1.27
存货	1634	1888	1949	1990	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>25663</b>	<b>45567</b>	<b>55554</b>	<b>58678</b>	净利润	-8614	4574	9021	11195
固定资产	93574	93307	92330	90688	折旧和摊销	25023	13923	14960	15489
在建工程	17658	16742	16009	15422	营运资本变动	3539	5603	-539	807
无形资产	2848	2838	2818	2788	其他	6625	5599	5356	4853
<b>非流动资产合计</b>	<b>256828</b>	<b>256731</b>	<b>255127</b>	<b>252964</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>26573</b>	<b>29700</b>	<b>28798</b>	<b>32344</b>
<b>资产总计</b>	<b>282491</b>	<b>302297</b>	<b>310681</b>	<b>311642</b>	资本开支	-18206	-13350	-12850	-12800
短期借款	39618	41618	38618	35618	其他	2134	174	244	374
应付票据及应付账款	16095	21146	21439	21490	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-16072</b>	<b>-13176</b>	<b>-12606</b>	<b>-12426</b>
其他流动负债	50551	53628	54607	55233	股权融资	20000	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>106264</b>	<b>116392</b>	<b>114665</b>	<b>112341</b>	债务融资	-10883	7000	-2000	-11000
其他	135006	140006	141006	133006	其他	-25906	-6159	-6016	-5663
<b>非流动负债合计</b>	<b>135006</b>	<b>140006</b>	<b>141006</b>	<b>133006</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-16789</b>	<b>841</b>	<b>-8016</b>	<b>-16663</b>
<b>负债合计</b>	<b>241270</b>	<b>256398</b>	<b>255671</b>	<b>245347</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-6274</b>	<b>17379</b>	<b>8176</b>	<b>3255</b>
股本	22291	22291	22291	22291					
资本公积金	53072	53072	53072	53072					
未分配利润	-52524	-48765	-41468	-32528					
少数股东权益	611	885	1427	2210					
其他	17771	18416	19688	21250					
<b>所有者权益合计</b>	<b>41221</b>	<b>45899</b>	<b>55010</b>	<b>66295</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>282491</b>	<b>302297</b>	<b>310681</b>	<b>311642</b>					

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