

中国东航 (600115.SH)

23 年业绩亏损收窄，24 年静待盈利弹性

买入

核心观点

中国东航 2023 年业绩亏损收窄。2023 年全年公司营业收入 1137.4 亿元，同比增长 145.6%，实现归母净利润-81.7 亿元，其中四季度营业收入 282.0 亿元，同比增长 169.8%，实现归母净利润-55.6 亿元。

国内客流快速恢复，运价坚挺，营收显著提高。2023 年公司旅客运输量、旅客周转量 (RPK)、可用座公里 (ASK) 分别恢复至 2019 年同期的 88.7%、82.2%、90.6%，客座率恢复至 74.4%，相较 2019 年减少了 7.6 pct。其中，国内航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 104.9%和 116.4%，国内客座率恢复至 78.0%，相较 2019 年减少了 5.03pct；国际航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 39.1%和 43.8%。2023 年行业竞争较缓和，公司单位运价保持坚挺，国内航线的客公里收益相较 2023 年和 2019 年均实现小幅提升，公司 2023 年客运收入实现 1045.8 亿元，同比大幅提高 199%。货运方面，因客机腹舱运力回流等因素导致运价有所下降，公司货运收入实现 36.4 亿元，同比下降 53%。

单位成本大幅下降，毛利率实现由负转正。因供需快速修复，2023 年公司营业成本实现 1124.6 亿元，同比增长 50.8%，其中航油成本 411.0 亿元，同比增长 84.9%，非油成本 713.6 亿元，同比增长 36.3%。得益于客座率、飞机利用率等经营效率提升，公司各项单位成本同比均明显下降，其中单位 ASK 航油成本 0.168 元，同比下降 27.4%，单位 ASK 非油成本 0.291 元，同比下降 46.5%，从而带动公司毛利率由负转正。2023 年，汇率贬值导致公司汇兑损失 9.0 亿元，假定除汇率以外的其他风险变量不变，于 2023 年 12 月 31 日人民币兑美元汇率每升值（或贬值）1%，将导致公司净亏损减少（或增加）人民币 2.97 亿元。

风险提示：宏观经济恢复不及预期，油价汇率剧烈波动，安全事故。

投资建议：维持“买入”评级。

考虑到 2024 年宏观经济承压、消费较疲软以及国际航线恢复较慢，我们下调了可用座公里以及收入客公里的预测，因此导致盈利预测下调，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 59.1 亿、96.3 亿、129.1 亿（24-25 年调整幅度分别为-55.1%/-48.3%），中长期看好民航复苏趋势，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	46,111	113,741	137,658	150,064	159,959
(+/-%)	-31.3%	146.7%	21.0%	9.0%	6.6%
净利润(百万元)	-37386	-8168	5906	9630	12914
(+/-%)	206.1%	-78.2%	-172.3%	63.0%	34.1%
每股收益(元)	-1.68	-0.37	0.26	0.43	0.58
EBIT Margin	-75.7%	-6.3%	5.1%	7.0%	8.6%
净资产收益率 (ROE)	-128.6%	-20.1%	12.9%	17.6%	19.5%
市盈率 (PE)	-2.2	-9.9	13.7	8.4	6.3
EV/EBITDA	-12.8	117.4	18.6	14.2	11.6
市净率 (PB)	2.79	2.00	1.77	1.49	1.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

交通运输 · 航空机场

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	3.64 元
总市值/流通市值	81140/67913 百万元
52 周最高价/最低价	5.62/3.48 元
近 3 个月日均成交额	210.61 百万元

市场走势



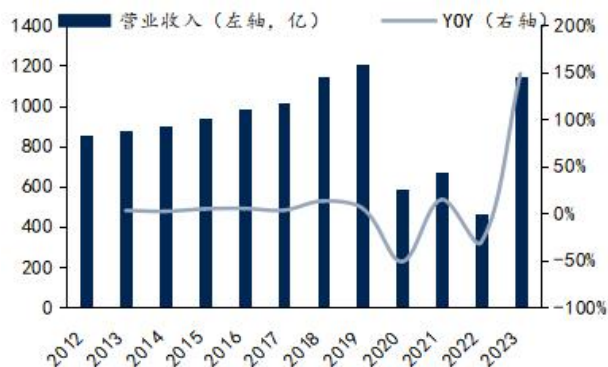
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国东航 (600115.SH) - 经营环比改善，二季度扣汇亏损大幅收窄》——2023-08-31
- 《中国东航 (600115.SH) - 2022 年亏损 374 亿，2023 年起业绩有望显著回升》——2023-04-02
- 《中国东航 (600115.SH) - 疫情之下亏损持续，静待需求复苏》——2022-10-31
- 《中国东航 (600115.SH) - 亏损同比小幅扩大，看好长期前景》——2022-04-02

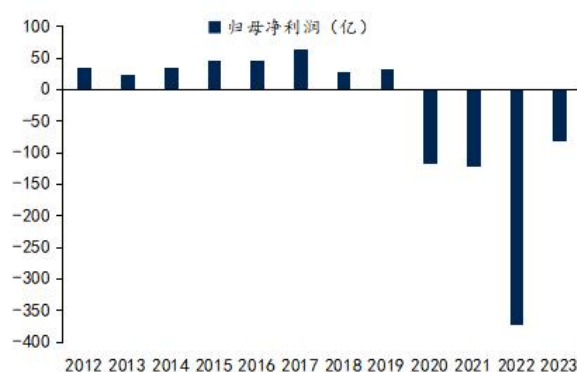
中国东航 2023 年业绩亏损收窄。2023 年全年公司营业收入 1137.4 亿元，同比增长 145.6%，实现归母净利润-81.7 亿元，其中四季度营业收入 282.0 亿元，同比增长 169.8%，实现归母净利润-55.6 亿元。

图1：中国东航营业收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国东航单季归母净利润



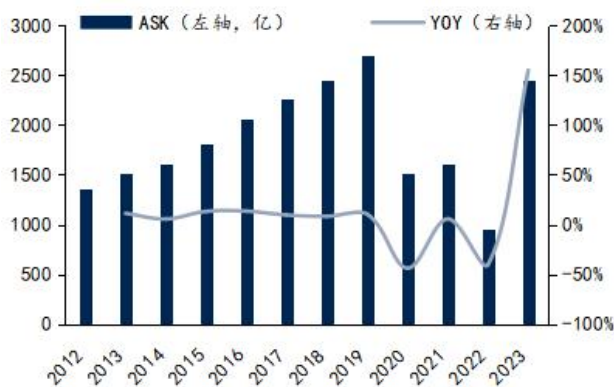
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内客流快速恢复，运价坚挺，营收显著提高。2023 年公司旅客运输量、旅客周转量（RPK）、可用座公里（ASK）分别恢复至 2019 年同期的 88.7%、82.2%、90.6%，客座率恢复至 74.4%，相较 2019 年减少了 7.6 pct。其中，国内航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 104.9%和 116.4%，国内客座率恢复至 78.0%，相较 2019 年减少了 5.03pct；国际航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 39.1%和 43.8%。2023 年行业竞争较缓和，公司单位运价保持坚挺，国内航线的客公里收益相较 2023 年和 2019 年均实现小幅提升，公司 2023 年客运收入实现 1045.8 亿元，同比大幅提高 199%。货运方面，因客机腹舱运力回流等因素导致运价有所下降，公司货运收入实现 36.4 亿元，同比下降 53%。

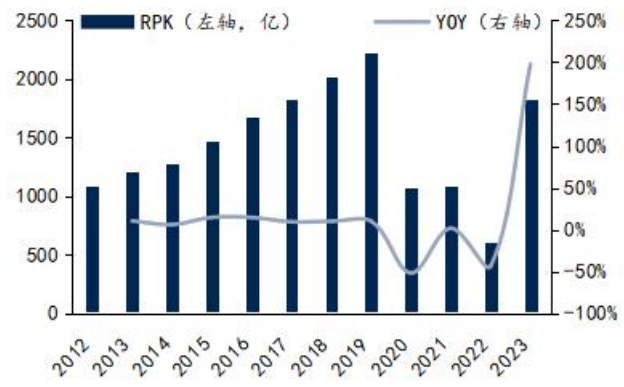
单位成本大幅下降，毛利率实现由负转正。因供需快速修复，2023 年公司营业成本实现 1124.6 亿元，同比增长 50.8%，其中航油成本 411.0 亿元，同比增长 84.9%，非油成本 713.6 亿元，同比增长 36.3%。得益于客座率、飞机利用率等经营效率提升，公司各项单位成本同比均明显下降，其中单位 ASK 航油成本 0.168 元，同比下降 27.4%，单位 ASK 非油成本 0.291 元，同比下降 46.5%，从而带动公司毛利率由负转正。2023 年，汇率贬值导致公司汇兑损失 9.0 亿元，假定除汇率以外的其他风险变量不变，于 2023 年 12 月 31 日人民币兑美元汇率每升值（或贬值）1%，将导致公司净亏损减少（或增加）人民币 2.97 亿元。

图3：中国东航客运运投情况

图4：中国东航客运周转量情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级

中国东航盈利预测的核心变量假设调整如下：

- 1) 可用座公里 (ASK)：考虑到国际航线恢复缓慢，我们预测 2024-2025 年中国东航 ASK 的同比增速分别为 15.3%、7.8%（上次预测为 21.2%、11.1%）；
- 2) 收入客公里 (RPK)：考虑到 2024 年宏观经济承压、消费较疲软以及国际航线恢复较慢，我们预测 2024-2025 年中国东航 RPK 的同比增速分别为 21.8%、10.0%（上次预测为 26.3%、13.6%）；
- 3) 客公里收益：考虑到 2024 年宏观经济承压、消费较疲软，而 2024 年民航竞争会比 2023 年激烈，我们预测 2024-2025 年中国东航客公里收益的同比变化分别为-0.5%、-1.2%（上次预测为-2.6%、-0.9%）。

表1：中国东航收入预测结果

收入(百万元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
航空客运	110291	49127	54105	35004	113742	137659	150065	159959
航空货运及邮运	3826	4895	8309	7770	104576	126732	137659	146530
其他主营业务	2485	2207	2115	1147	3635	4289	4801	5065
其他业务收入	4258	2410	2598	2190	2531	3037	3645	4009
合计	120860	58639	67127	46111	3000	3600	3960	4356
收入增速	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
航空客运	6.1%	-55.5%	10.1%	-35.3%	198.8%	21.2%	8.6%	6.4%
航空货运及邮运	5.5%	27.9%	69.7%	-6.5%	-53.2%	18.0%	11.9%	5.5%
其他主营业务	13.0%	-11.2%	-4.2%	-45.8%	120.7%	20.0%	20.0%	10.0%
其他业务收入	-17.2%	-43.4%	7.8%	-15.7%	37.0%	20.0%	10.0%	10.0%
合计	5.2%	-51.5%	14.5%	-31.3%	146.7%	21.0%	9.0%	6.6%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

表2：中国东航成本预测结果

营业成本(百万元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
-----------	------	------	------	------	------	-------	-------	-------

航空油料成本	34191	13840	20593	22230	41102	42066	43504	45085
起降及停机费用	16457	9331	10251	6253	14558	16375	17645	18415
折旧	19704	18996	19091	18544	21547	24844	26772	27940
飞机保养、维修成本	3380	3451	3783	3356	4542	4799	5172	5397
员工薪酬	19742	16997	16878	16294	19590	20985	22697	24313
航空餐饮费用	3667	1589	1655	1030	2993	3388	3651	3810
民航建设基金		0	852	484	1056	1412	1521	1583
其他主营业务成本	6871	4880	5636	5176	5671	6211	6693	6985
其他业务成本	3164	1719	1302	1232	1402	1412	1521	1587
合计	107200	70803	80041	74599	112461	121492	129175	135115

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

综上，预计 2024-2026 年公司归母净利分别为 59.1 亿、96.3 亿、129.1 亿（24-25 年调整幅度分别为-55.1%/-48.3%），中长期看好民航复苏趋势，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济恢复不及预期，油价汇率剧烈波动，安全事故。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	17553	12057	11742	10534	10436	营业收入	46111	113741	137658	150064	159959
应收款项	754	2167	2640	2878	3068	营业成本	74599	112461	120927	129174	135114
存货净额	1626	1634	1827	1943	2030	营业税金及附加	208	345	361	377	421
其他流动资产	7173	9325	13766	15006	15996	销售费用	2253	4307	5176	5563	5985
流动资产合计	27413	25663	30454	30842	32009	管理费用	3651	3511	3900	4241	4513
固定资产	103197	111232	111107	109811	107804	研发费用	305	277	333	328	353
无形资产及其他	2530	2848	2735	2622	2509	财务费用	8344	6535	6851	5578	5310
投资性房地产	149886	140146	140146	140146	140146	投资收益	(190)	142	142	300	600
长期股权投资	2716	2602	2802	3002	3202	资产减值及公允价值变动	(109)	(29)	45	45	45
资产总计	285742	282491	287245	286422	285671	其他收入	3099	4761	5106	5611	5785
短期借款及交易性金融负债	83601	74209	76823	69222	57699	营业利润	(40144)	(8544)	5737	11088	15046
应付款项	11570	16095	16744	17165	16915	营业外净收支	(10)	266	227	200	200
其他流动负债	11275	15960	16812	17906	18741	利润总额	(40154)	(8278)	5964	11288	15246
流动负债合计	106446	106264	110378	104293	93356	所得税费用	(254)	336	596	1129	1525
长期借款及应付债券	57939	58022	56764	55506	54248	少数股东损益	(2514)	(446)	(539)	530	807
其他长期负债	91256	76984	73780	71424	70924	归属于母公司净利润	(37386)	(8168)	5906	9630	12914
长期负债合计	149195	135006	130544	126930	125172	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	255641	241270	240922	231223	218528	净利润	(37386)	(8168)	5906	9630	12914
少数股东权益	1021	611	397	607	929	资产减值准备	75	(75)	3	(0)	(0)
股东权益	29080	40610	45925	54592	66214	折旧摊销	8658	9907	10281	11455	12166
负债和股东权益总计	285742	282491	287245	286422	285671	公允价值变动损失	109	29	(45)	(45)	(45)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	8344	6535	6851	5578	5310
每股收益	(1.68)	(0.37)	0.26	0.43	0.58	营运资本变动	(1369)	1030	(6806)	(2436)	(1180)
每股红利	0.23	0.24	0.03	0.04	0.06	其它	(2941)	(662)	(218)	211	322
每股净资产	1.30	1.82	2.06	2.45	2.97	经营活动现金流	(32854)	2061	9121	18814	24176
ROIC	-25.61%	-8.24%	0%	3%	4%	资本开支	0	(17572)	(10001)	(10001)	(10001)
ROE	-128.56%	-20.11%	13%	18%	20%	其它投资现金流	81	(173)	0	0	0
毛利率	-62%	1%	12%	14%	16%	投资活动现金流	(374)	(17631)	(10201)	(10201)	(10201)
EBIT Margin	-76%	-6%	5%	7%	9%	权益性融资	9	20000	0	0	0
EBITDA Margin	-57%	2%	13%	15%	16%	负债净变化	10208	8981	(1258)	(1258)	(1258)
收入增长	-31%	147%	21%	9%	7%	支付股利、利息	(5237)	(5332)	(591)	(963)	(1291)
净利润增长率	206%	-78%	-172%	63%	34%	其它融资现金流	27868	(17224)	2614	(7600)	(11524)
资产负债率	90%	86%	84%	81%	77%	融资活动现金流	37819	10074	765	(9821)	(14073)
股息率	6.5%	6.6%	0.7%	1.2%	1.6%	现金净变动	4591	(5496)	(315)	(1208)	(98)
P/E	(2.2)	(9.9)	13.7	8.4	6.3	货币资金的期初余额	12962	17553	12057	11742	10534
P/B	2.8	2.0	1.8	1.5	1.2	货币资金的期末余额	17553	12057	11742	10534	10436
EV/EBITDA	(12.8)	117.4	18.6	14.2	11.6	企业自由现金流	0	(14086)	(158)	8464	13303
						权益自由现金流	0	(22328)	(4158)	(5606)	(4258)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032