

归母同比减亏，单位扣油成本控制出色

2025 年 04 月 02 日

► **事件：公司发布 2024 年业绩：**2024 年公司营收 1321 亿元，同比+16.2%，归母净亏 42.3 亿元（2023 年归母净亏 81.7 亿元），扣非归母净亏 49.8 亿元（2023 年扣非归母净亏 89.4 亿元）。4Q24 公司营收 295 亿元，同比+4.7%，归母净亏 40.9 亿元（4Q23 归母净亏 55.6 亿元），扣非归母净亏 44.5 亿（4Q23 扣非归母净亏 57.4 亿元）。

► **油价同比回落但座收同比降幅有限、单位扣油成本控制出色推动全年减亏，汇率贬值拖累盈利。**2024 年公司整体座收同比-4.2%，拆分看：国际座收同比-13.9%，客公里收益同比-23%，客座率同比+8.8pcts；国内座收同比-0.5%，客公里收益同比-11.2%，客座率同比+9.0pcts、同比 2019 年下降 1.2pcts，全年油价同比回落下公司单位燃油成本同比-8.7%、成本控制能力出色公司单位扣油成本同比-6.7%，与 2019 年基本持平，座收降幅低于成本推动扭亏。全年公司确认汇兑损失 7.6 亿元，对归母净利有一定拖累。

► **公司未来三年机队年净增速 4.5%，引进数量变化或是交付节奏调整。**公司年报指引 2025-2027 年飞机数净增 34、51、28 架，2025 年净增少或受制于上游交付能力，2027 年净增数不高或与订单能见度低有关，年度交付数波动或是交付节奏调整。主力引进机型仍以 A320 为主，由 2022 年空客订单构成；公司指引 B737max 2025-2027 年交付节奏为 6、15、18 架，考虑到公司在手订单有限，或为租赁订单。考虑到上游空客、波音等厂商交付能力不足，仍需关注供应商月度交付恢复情况，我们认为年报单年引进飞机数变化主要为交付节奏调整。

► **负债结构优化降低财务费用压力，看好收入侧筑底、强成本控制下，需求复苏、油价中枢下移的潜在盈利提升。**2024 年公司再发 50 亿元永续债，资产负债率同降 0.35pct 至 85.03%，叠加带息债务占总负债比重下降，年利息支出同降约 10 亿元。成本端，更高的国际航线运力恢复度意味着宽体机利用率较高，2024 年公司单位扣油成本降至与 2019 年水平基本持平，我们认为体现了公司更强的成本管理能力。1Q25 油价同比降幅达 10%，若油价维持当前水平有助于盈利中枢上移，看好宏观经济复苏和洲际航线复航对公司盈利水平的拉动。

► **投资建议：**继续看好行业性盈利修复传导至盈利弹性的投资机会。我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 19.4/34.7/51.8 亿元，当前东航 A 股价对应 2025/2026/2027 年 42/24/16 倍市盈率。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**宏观经济数据回落；油价大幅上涨；人民币汇率波动；飞机故障造成大面积停飞。

推荐

首次评级

当前价格：

3.70 元



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@mszq.com

分析师 张骁瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	132,120	145,500	151,001	155,672
增长率 (%)	16.1	10.1	3.8	3.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-4,226	1,943	3,468	5,183
增长率 (%)	48.4	146.0	78.4	49.5
每股收益 (元)	-0.19	0.09	0.16	0.23
PE	/	42	24	16
PB	2.0	1.9	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 1 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	132,120	145,500	151,001	155,672
营业成本	126,498	134,671	137,923	138,629
营业税金及附加	415	436	453	467
销售费用	5,524	5,529	5,738	5,916
管理费用	4,061	3,346	3,473	4,826
研发费用	343	291	302	311
EBIT	703	7,627	9,756	12,372
财务费用	5,840	5,268	5,449	5,459
资产减值损失	-44	-151	-160	-166
投资收益	309	218	227	234
营业利润	-4,399	2,485	4,434	7,043
营业外收支	495	0	0	0
利润总额	-3,904	2,485	4,434	7,043
所得税	894	373	665	1,409
净利润	-4,798	2,112	3,769	5,634
归属于母公司净利润	-4,226	1,943	3,468	5,183
EBITDA	27,347	34,854	38,114	41,835

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,133	7,500	8,885	8,714
应收账款及票据	1,949	2,021	2,097	2,162
预付款项	227	404	414	416
存货	1,680	1,870	1,916	1,925
其他流动资产	11,114	11,420	11,543	11,646
流动资产合计	19,103	23,216	24,854	24,864
长期股权投资	2,730	2,730	2,730	2,730
固定资产	100,593	106,334	110,995	114,935
无形资产	2,937	2,937	2,937	2,937
非流动资产合计	257,497	262,376	267,115	271,790
资产合计	276,600	285,592	291,969	296,653
短期借款	35,728	39,728	36,728	36,728
应付账款及票据	24,927	20,575	21,072	21,179
其他流动负债	53,348	55,253	56,864	58,306
流动负债合计	114,003	115,556	114,663	116,214
长期借款	46,442	49,442	50,442	45,442
其他长期负债	74,746	77,246	79,746	82,246
非流动负债合计	121,188	126,688	130,188	127,688
负债合计	235,191	242,244	244,851	243,902
股本	22,291	22,291	22,291	22,291
少数股东权益	877	1,046	1,348	1,798
股东权益合计	41,409	43,348	47,117	52,751
负债和股东权益合计	276,600	285,592	291,969	296,653

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.11	10.13	3.78	3.09
EBIT 增长率	131.26	984.98	27.90	26.82
净利润增长率	48.40	145.99	78.43	49.48
盈利能力 (%)				
毛利率	4.26	7.44	8.66	10.95
净利润率	-3.20	1.34	2.30	3.33
总资产收益率 ROA	-1.53	0.68	1.19	1.75
净资产收益率 ROE	-10.43	4.59	7.58	10.17
偿债能力				
流动比率	0.17	0.20	0.22	0.21
速动比率	0.08	0.11	0.13	0.12
现金比率	0.04	0.06	0.08	0.07
资产负债率 (%)	85.03	84.82	83.86	82.22
经营效率				
应收账款周转天数	5.56	4.84	4.91	4.92
存货周转天数	4.72	4.75	4.94	4.99
总资产周转率	0.47	0.52	0.52	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	-0.19	0.09	0.16	0.23
每股净资产	1.82	1.90	2.05	2.29
每股经营现金流	1.67	1.27	1.72	1.83
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	42	24	16
PB	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.39	7.37	6.74	6.14
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-4,798	2,112	3,769	5,634
折旧和摊销	26,644	27,227	28,358	29,463
营运资金变动	10,140	-6,193	854	370
经营活动现金流	37,314	28,338	38,392	40,904
资本开支	-15,658	-15,116	-15,913	-16,760
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-11,176	-14,897	-15,686	-16,526
股权募资	5,849	0	0	0
债务募资	-7,613	10,000	-1,000	-4,000
筹资活动现金流	-33,928	-10,073	-21,322	-24,548
现金净流量	-7,786	3,367	1,384	-171

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048