

持续推进成本费用控制，国际航线经营步入新格局

2025 年 09 月 03 日

► **2025 年 8 月 29 日公司发布 2025 年半年报：**25H1 公司营收 668 亿元，同比+4.1%，归母净亏 14.3 亿元（24H1 归母净亏 27.7 亿元），扣非归母净亏 17.6 亿元（24H1 扣非归母净亏 29.7 亿元）。25Q2 营收 334 亿元，同比+7.8%，归母净亏 4.4 亿元（24Q2 归母净亏 19.7 亿元），扣非归母净亏 6.5 亿元（25Q2 扣非归母净亏 20.0 亿元）。公司 25H1 同比大幅减亏，收入端受行业降价影响承压（主要体现在 25Q1），但成本端持续推进成本费用控制，同比改善明显。

► **25Q2 座收同比降幅有限，油价回落、成本费用控制出色推动半年减亏，汇率升值对半年度盈利影响有限。**25H1 行业仍受价格竞争影响，公司整体座收同比-3.1%（国内/国际港澳台同比-4.4%/+0.5%）。分季度看，25Q1 收益端影响更大，我们测算 25Q1 整体座收同比-6.4%，25Q2 整体座收同比持平，其中国内/国际港澳台座收同比-1.3%/+4.9%，国际港澳台座收因客座率上升同比处于改善通道。成本费用端，公司持续加强成本管控和费用压降，在供应链和运营成本提升的环境下，25H1 公司单位扣油成本同比小幅上涨 2.4%，油价下降带动单位总成本同比-3.9%。公司持续推进资本和债务结构优化，2024 年公司发行 50 亿元永续债，上半年尽管仍亏损但资产负债率较 2024 年底仍控制良好，继续压降美元计价债务，截至 25 年中报公司美元债务占比降至 11.7%。上半年人民币汇率升值公司确认 900 万元汇兑亏损对盈利助力有限，显示美元债务敞口缩小。

► **加强上海国际枢纽地位，深化布局国际航线网络，助力公司盈利改善。**公司 25H1 国际航线运力已达到 2019 年同期 118%，在远程洲际航线恢复受阻的情况下公司开创国际航网新格局，坚持“往远处飞、往国际飞、往新兴市场飞”，有助于让宽体机保持更高经营效益，往后看随着新开国际航线需求培育成熟，国际航线仍将会对公司盈利改善有所贡献。此外公司积极服务上海国际枢纽战略，搭建日韩中转到欧亚、欧洲中转到东南亚和澳洲的中转通道，需求端 25H1 服务国际中转旅客 496 万人次，同比+25%。我们看好公司从供需两端发力国际航网建设，形成国际航线经营新格局。

► **公司半年报调整机队规划，调减 2026、2027 年飞机引进数量。**公司半年报规划 2026/2027 年飞机净增 12/15 架，较 2024 年报规划下调了 39/13 架飞机引进数量（主要是 B737 和 A320 机型）。我们认为在上游制造商交付较慢的背景下，公司调整飞机引进目标聚焦现有机队运营，有助于公司整体效益提升。

► **投资建议：**看好行业价格触底回升以及公司深化改革的盈利释放红利，考虑 2025 暑期价格偏弱，我们下调 2025 年归母净利至-10.7 亿元，维持公司 2026-2027 年归母净利润 34.7/51.8 亿元，当前东航 A 股价对应 2026-2027 年 26/17 倍市盈率。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**公商务需求恢复不佳；油价大幅上涨；飞机故障造成大面积停飞。

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	143,047	152,441	155,672
增长率 (%)	16.1	8.3	6.6	2.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-4,226	-1,072	3,468	5,183
增长率 (%)	48.4	74.6	423.6	49.4
每股收益 (元)	-0.19	-0.05	0.16	0.23
PE	/	/	26	17
PB	2.2	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 2 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

4.01 元



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@glms.com.cn

分析师 张骁瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@glms.com.cn

研究助理 陈佳裕

执业证书：S0100124110008

邮箱：chenjiayu@glms.com.cn

相关研究

1.中国东航 (600115.SH) 2024 年报点评：
归母同比减亏，单位扣油成本控制出色-2025/04/02

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	143,047	152,441	155,672
营业成本	126,498	134,688	137,695	138,085
营业税金及附加	415	429	457	467
销售费用	5,524	5,865	6,250	6,383
管理费用	4,061	4,291	4,573	4,670
研发费用	343	286	305	311
EBIT	703	3,782	9,868	12,605
财务费用	5,840	5,273	5,564	5,692
资产减值损失	-44	-151	-160	-166
投资收益	309	215	229	234
营业利润	-4,399	-1,371	4,435	7,042
营业外收支	495	0	0	0
利润总额	-3,904	-1,371	4,435	7,042
所得税	894	-206	665	1,408
净利润	-4,798	-1,165	3,770	5,634
归属于母公司净利润	-4,226	-1,072	3,468	5,183
EBITDA	27,347	31,008	38,227	42,069

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,133	4,406	10,924	17,602
应收账款及票据	1,949	1,987	2,117	2,162
预付款项	227	404	413	414
存货	1,680	1,871	1,912	1,918
其他流动资产	11,114	11,279	11,488	11,559
流动资产合计	19,103	19,947	26,854	33,656
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	262,219	266,958	271,633
资产合计	276,600	282,166	293,812	305,288
短期借款	35,728	38,728	37,728	36,728
应付账款及票据	24,927	20,577	21,037	21,096
其他流动负债	53,348	55,086	57,003	58,286
流动负债合计	114,003	114,391	115,768	116,110
长期借款	46,442	50,442	54,442	57,442
其他长期负债	74,746	77,086	79,586	82,086
非流动负债合计	121,188	127,528	134,028	139,528
负债合计	235,191	241,919	249,796	255,638
股本	22,291	22,291	22,291	22,291
少数股东权益	877	784	1,085	1,536
股东权益合计	41,409	40,247	44,016	49,650
负债和股东权益合计	276,600	282,166	293,812	305,288

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	8.27	6.57	2.12
EBIT 增长率	131.26	437.94	160.95	27.73
净利润增长率	48.40	74.64	423.57	49.45
盈利能力 (%)				
毛利率	4.26	5.84	9.67	11.30
净利润率	-3.20	-0.75	2.28	3.33
总资产收益率 ROA	-1.53	-0.38	1.18	1.70
净资产收益率 ROE	-10.43	-2.72	8.08	10.77
偿债能力				
流动比率	0.17	0.17	0.23	0.29
速动比率	0.08	0.08	0.14	0.20
现金比率	0.04	0.04	0.09	0.15
资产负债率 (%)	85.03	85.74	85.02	83.74
经营效率				
应收账款周转天数	5.56	4.88	4.85	4.95
存货周转天数	4.72	4.75	4.95	4.99
总资产周转率	0.47	0.51	0.53	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	-0.19	-0.05	0.16	0.23
每股净资产	1.82	1.77	1.93	2.16
每股经营现金流	1.67	1.12	1.73	1.84
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	/	26	17
PB	2.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.57	8.44	6.85	6.22
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	-1,165	3,770	5,634
折旧和摊销	26,644	27,227	28,358	29,463
营运资金变动	10,140	-6,323	986	219
经营活动现金流	37,314	24,950	38,601	41,011
资本开支	-15,658	-15,117	-15,912	-16,760
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-11,176	-14,613	-15,684	-16,526
股权募资	5,849	0	0	0
债务募资	-7,613	9,844	4,000	3,000
筹资活动现金流	-33,928	-10,063	-16,399	-17,806
现金净流量	-7,786	273	6,518	6,678

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。	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
	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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