

中国国航 (601111.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q3 出行需求旺盛，净利仅小幅下滑

业绩

2024年10月30日，中国国航发布2024年前三季度报告。2024年前三季度公司营业收入为1281.5亿元，同比增长21.5%；归母净利润为13.6亿元，同比增长72%。其中Q3公司实现营业收入486.3亿元，同比增长6.0%；实现归母净利润41.4亿元，同比下降2.3%。

经营分析

Q3 出行需求旺盛，量增推动收入增长。2024Q3公司营业收入同比增长4.6%，主要系旺季量增影响。Q3公司收入客公里同比增长21%，其中国内线增长8%，国际线增长77%，地区线增长28%。2024Q3公司单位RPK营业成本同比下降12%，主要系2023Q3旺季票价基数较高，以及2024Q3淡季需求较弱。量增对冲价跌影响，公司仍取得了单季度营收的增长。

费用率同比改善，盈利能力同比下滑。2024Q3受周转提升影响，公司单位ASK营业成本为0.44元，同比下降1%。2024Q3受票价下降影响，公司毛利率为13.1%，同比下降3.8pct。费用率方面，2023Q3公司销售、管理、研发、财务费用率分别为3.4%、2.8%、0.2%、2.1%，合计同比下降1.2%，其中财务费用率下降1.2pct，或源于汇兑收益影响。综上，2024Q3公司归母净利润为41.4亿元，同比仅下降2.3%，净利率为8.5%，同比下降0.7pct。

行业供需优化有望加速，公司利润将得到改善。9月底以来多项促消费政策推出，航空业作为可选消费品种，消费者购买力增强或信心恢复将创造出行需求。受飞机制造商及上游零部件供应商产能制约，中期看航空业飞机增速将放缓，预计仅为小个位数，同时2024年1-9月全国民航客运量已超2019年11%，预计2025年内将出现供需拐点，公司航网优质，还将受益于票价市场化效应，预计届时公司利润弹性将得到释放。

盈利预测与评级

考虑公司经营情况，上调公司2024年净利润预测至-7亿元(原-17亿元)，维持2025-2026年净利预测74亿元、121亿元。维持“买入”评级。

风险提示

需求恢复不及预期风险，汇率波动风险，油价上涨风险，增发摊薄风险，安全事故风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

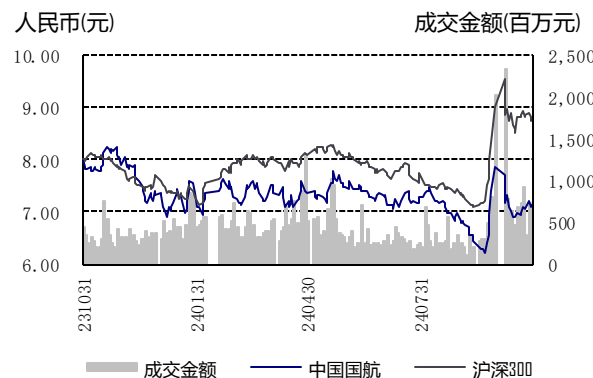
分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：7.15 元

相关报告：

- 《中国国航公司点评：需求增长叠加山航并表 H1 收入大幅增长》，2024.8.30
- 《中国国航公司点评：经营业绩大幅改善 景气恢复可期》，2024.3.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	52,898	141,100	167,400	192,951	215,744
营业收入增长率	-29.0%	166.7%	18.6%	15.3%	11.8%
归母净利润(百万元)	-38,619	-1,046	-673	7,370	12,109
归母净利润增长率	132.1%	-97.3%	N/A	N/A	64.3%
摊薄每股收益(元)	-2.66	-0.06	-0.04	0.44	0.73
每股经营性现金流净额	-1.15	2.19	1.31	2.16	2.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	-163.6%	-2.8%	-1.8%	17.2%	22.8%
P/E	-4.0	-113.6	-176.2	16.1	9.8
P/B	6.5	3.2	3.3	2.8	2.2

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	74,532	52,898	141,100	167,400	192,951	215,744	货币资金	16,710	11,436	15,628	23,743	30,999	33,861	
增长率	-29.0%	166.7%	18.6%	15.3%	11.8%		应收款项	6,186	4,465	8,624	7,764	8,949	10,007	
主营业务成本	-85,844	-82,812	-134,015	-157,003	-167,661	-182,583	存货	2,050	2,558	3,683	3,656	3,904	4,251	
%销售收入	115.2%	156.6%	95.0%	93.8%	86.9%	84.6%	其他流动资产	5,451	3,787	4,399	5,389	5,420	5,464	
毛利	-11,312	-29,915	7,086	10,397	25,290	33,161	流动资产	30,397	22,245	32,335	40,552	49,273	53,583	
%销售收入	n.a	n.a	5.0%	6.2%	13.1%	15.4%	%总资产	10.2%	7.5%	9.6%	11.8%	14.2%	14.6%	
营业税金及附加	-268	-156	-367	-332	-383	-428	长期投资	14,337	14,825	19,252	19,252	19,252	19,252	
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	119,872	119,278	143,379	148,820	149,984	171,380	
销售费用	-4,452	-3,530	-5,333	-7,062	-8,140	-9,101	%总资产	40.2%	40.4%	42.8%	43.4%	43.2%	46.6%	
%销售收入	6.0%	6.7%	3.8%	4.2%	4.2%	4.2%	无形资产	4,896	5,652	10,201	10,127	10,066	10,019	
管理费用	-4,499	-4,799	-5,083	-5,374	-6,002	-6,711	非流动资产	268,018	272,766	302,968	302,451	297,986	314,084	
%销售收入	6.0%	9.1%	3.6%	3.2%	3.1%	3.1%	%总资产	89.8%	92.5%	90.4%	88.2%	85.8%	85.4%	
研发费用	-153	-244	-373	-422	-486	-544	资产总计	298,415	295,011	335,303	343,003	347,258	367,667	
%销售收入	0.2%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	41,072	57,211	61,587	102,624	99,439	106,896	
息税前利润 (EBIT)	-20,683	-38,643	-4,070	-2,794	10,280	16,378	%总负债	30,746	24,760	35,181	35,134	37,609	40,999	
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	5.3%	7.6%	其他流动负债	19,597	10,512	13,549	14,156	15,015	15,832	
财务费用	-4,127	-10,335	-7,453	-7,073	-7,337	-7,030	流动负债	91,416	92,483	110,317	151,913	152,063	163,727	
%销售收入	5.5%	19.5%	5.3%	4.2%	3.8%	3.3%	长期贷款	43,620	66,869	80,778	80,778	80,778	80,778	
资产减值损失	-174	-45	-247	0	0	0	其他长期负债	97,514	114,100	108,920	76,553	73,894	71,346	
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0	负债	232,550	273,451	300,015	309,244	306,735	315,850	
投资收益	-746	-27	3,047	2,406	2,527	2,653	普通股股东权益	61,403	23,609	37,230	36,501	42,766	53,058	
%税前利润	n.a	n.a	-183.5%	-130.7%	24.1%	15.2%	其中：股本	14,525	14,525	16,201	16,201	16,201	16,201	
营业利润	-21,851	-46,085	-3,324	-2,028	10,493	17,479	未分配利润	9,316	-29,309	-30,495	-31,068	-24,803	-14,510	
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	5.4%	8.1%	少数股东权益	4,463	-2,049	-1,942	-2,742	-2,242	-1,242	
营业外收支	16	205	1,664	187	0	0	负债股东权益合计	298,415	295,011	335,303	343,003	347,258	367,667	
税前利润	-21,835	-45,880	-1,660	-1,842	10,493	17,479	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	5.4%	8.1%	每股指标							
所得税	3,006	704	91	368	-2,623	-4,370	每股收益	-1.15	-2.66	-0.06	-0.04	0.44	0.73	
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%	每股净资产	4.23	1.63	2.30	2.20	2.58	3.20	
净利润	-18,829	-45,176	-1,569	-1,473	7,870	13,109	每股经营现金净流	0.89	-1.15	2.19	1.31	2.16	2.66	
少数股东损益	-2,187	-6,556	-523	-800	500	1,000	每股股利	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.07	0.11	
归属于母公司的净利润	-16,642	-38,619	-1,046	-673	7,370	12,109	回报率							
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	3.8%	5.6%	净资产收益率	-27.1%	-163.6%	-2.8%	-1.8%	17.2%	22.8%	
							总资产收益率	-5.6%	-13.1%	-0.3%	-0.2%	2.1%	3.3%	
							投入资本收益率	-11.1%	-24.2%	-2.1%	-1.0%	3.3%	4.9%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	7.2%	-29.0%	166.7%	18.6%	15.3%	11.8%	
							EBIT增长率	37.8%	86.8%	-89.5%	-31.4%	-468.0%	59.3%	
							净利润增长率	15.5%	132.1%	-97.3%	N/A	N/A	64.3%	
							总资产增长率	7.2%	-1.1%	13.7%	2.3%	1.2%	5.9%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	14.5	16.0	6.2	6.2	6.2	6.2	
							存货周转天数	8.3	10.2	8.5	8.5	8.5	8.5	
							应付账款周转天数	55.4	55.0	41.2	41.2	41.2	41.2	
							固定资产周转天数	416.3	596.0	271.5	240.7	211.1	225.0	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	117.6%	574.4%	385.2%	500.2%	390.9%	314.6%	
							EBIT利息保障倍数	-5.0	-3.7	-0.5	-0.4	1.4	2.3	
							资产负债率	77.9%	92.7%	89.5%	90.2%	88.3%	85.9%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	10	14	21
增持	0	6	18	20	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.55	1.64	1.59	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-31	买入	10.77	N/A
2	2023-04-27	买入	10.36	N/A
3	2023-08-31	买入	8.67	N/A
4	2023-10-27	买入	7.52	N/A
5	2024-03-29	买入	7.30	N/A
6	2024-08-30	买入	6.91	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806