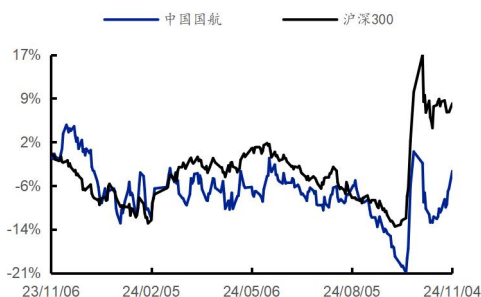


研究所：
 证券分析师： 祝玉波 S0350523120005
 zhouyb01@ghzq.com.cn
 联系人： 张晋铭 S0350124040003
 zhangjm02@ghzq.com.cn
 联系人： 史亚州 S0350124060026
 shiyz@ghzq.com.cn

Q3 归母净利润 41.4 亿元，同比降低 2.3%

——中国国航（601111）2024 年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现	2024/11/04		
表现	1M	3M	12M
中国国航	-3.4%	4.4%	-2.9%
沪深 300	-1.8%	16.6%	10.1%

市场数据	2024/11/04
当前价格(元)	7.61
52 周价格区间(元)	6.17-8.60
总市值(百万)	126,278.21
流通市值(百万)	88,566.01
总股本(万股)	1,659,372.01
流通股本(万股)	1,163,810.95
日均成交额(百万)	892.82
近一月换手(%)	0.91

事件：

2024 年 10 月 31 日，中国国航公告 2024 年三季度报：

2024 年前三季度，公司实现营业收入 1281.50 亿元，同比增长 21.50%，实现归母净利润 13.62 亿元，同比增长 72.06%。

其中公司 2024Q3 实现营业收入 486.30 亿元，同比增长 6.03%，实现归母净利润 41.44 亿元，同比降低 2.31%。

投资要点：

■ 地区+国际线运力恢复到 2019 年同期 90%以上，收益水平表现较弱

国内线运力微降，地区+国际线运力恢复 2019 年同期 90%以上。2024Q3 公司总 ASK 同比增长 12.48%，其中国内线/地区+国际线 ASK 分别同比-0.24%/+61.27%，地区+国际线 ASK 已经恢复到 2019 年同期 92.76%的水平。2024Q3 出行需求旺盛，需求增长快于供给，推动客座率提升。2024 年 Q3 公司总 RPK 同比增长 20.74%，其中国内线/地区+国际线 RPK 分别同比增长 8.12%/71.06%，同比增速较 ASK 更快。在需求大于供给情况下推动公司总客座率达到 80.98%，同比增加 5.54pct，但仍较 2019 年同期客座率降低 1.15pct。但预计客公里收益表现较弱，低于 2023 年同期水平，导致在 RPK 同比增长 20.74%情况下，营业收入仅同比增长 6.03%。

■ 少数股东损益同比大幅减少，归母净利率同比降幅较毛利率缩窄

单位成本和费用率略改善。2024Q3 公司营业成本 422.77 亿元，同比增长 10.82%，但单位 ASK 成本 0.439 元/座公里，同比下降 1.47%。2024Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 3.37%/2.81%/2.08%，合计同比下降 1.22pct，其中由于 2024Q3 人民币兑美元中间价升值 1.7%录得汇兑收益导致财务费用率同比下降 1.22pct。2024Q3 公司其他收益 10.52 亿元，同比下降 13.98%。2024Q3 公司投资净收益 9.09 亿元，同比增长 6.82%。虽然收益水平表现较弱导致毛利率 13.06%同比下降 3.76pct，但由于少数股东损益同比减少 8.26 亿元，最终 2024Q3 归母净利率 8.52%，同比下降 0.73pct，降幅较毛利率缩窄。

■ 短期看好油价回落降本，长期看好公司核心竞争力

预计后续油价回落将带来运营成本大幅降低。国内航空煤油 10 月出厂价回落至 5637 元/吨，较 2024 年前三季度航空煤油平均出厂价大幅下降 13.3%。而根据中国国航 2024 年半年报显示，2024H1 平均燃油价格每上升/下降 5%，将导致公司燃油成本上升/下降 13.57 亿元。同时公司作为国内唯一载旗航空公司，已形成品牌优势、航线网络、客户基础等核心竞争力。

■ 盈利预测和投资评级：我们预计中国国航 2024-2026 年营业收入分别为 1667.90 亿元、1775.52 亿元与 1863.29 亿元；归母净利润分别为 0.88 亿元、76.72 亿元与 119.41 亿元；对应 2025/2026 年 PE 分别为 16.46/10.58 倍，我们继续看好中国民航业未来发展潜力以及公司作为国内唯一载旗航空公司竞争力，维持“买入”评级。

■ 风险提示：宏观经济波动风险；需求不及预期风险；油汇波动风险；行业竞争加剧风险；航空事故风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	141100	166790	177552	186329
增长率(%)	167	18	6	5
归母净利润（百万元）	-1046	88	7672	11941
增长率(%)	97	108	8654	56
摊薄每股收益（元）	-0.06	0.01	0.46	0.72
ROE(%)	-3	0	16	20
P/E	—	1440.93	16.46	10.58
P/B	3.19	3.20	2.68	2.14
P/S	0.84	0.76	0.71	0.68
EV/EBITDA	11.57	11.67	8.35	6.79

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中国国航盈利预测表

证券代码：	601111				股价：	7.61				投资评级：	买入				日期：	2024/11/04			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	-3%	0%	16%	20%	EPS	-0.07	0.01	0.46	0.72										
毛利率	5%	6%	10%	12%	BVPS	2.30	2.38	2.84	3.56										
期间费率	13%	11%	10%	9%	估值														
销售净利率	-1%	0%	4%	6%	P/E	—	1440.93	16.46	10.58										
成长能力					P/B	3.19	3.20	2.68	2.14										
收入增长率	167%	18%	6%	5%	P/S	0.84	0.76	0.71	0.68										
利润增长率	97%	108%	8,654%	56%															
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.45	0.48	0.50	0.54	营业收入	141100	166790	177552	186329										
应收账款周转率	58.40	40.34	31.27	31.17	营业成本	134015	157505	159641	164261										
存货周转率	42.95	41.02	38.99	39.03	营业税金及附加	367	417	444	466										
偿债能力					销售费用	5333	6486	6824	7031										
资产负债率	89%	90%	87%	84%	管理费用	5083	5274	5459	5578										
流动比	0.29	0.39	0.38	0.36	财务费用	7453	6055	4837	4138										
速动比	0.22	0.32	0.31	0.30	其他费用/（-收入）	373	410	417	420										
					营业利润	-3324	-1213	7776	12658										
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	1664	300	300	300										
现金及现金等价物	15631	41008	37273	35305	利润总额	-1660	-913	8076	12958										
应收款项	3186	5106	6288	5709	所得税费用	-91	183	404	648										
存货净额	3683	3997	4191	4227	净利润	-1569	-1095	7672	12310										
其他流动资产	9835	14835	15710	15681	少数股东损益	-523	-1183	0	369										
流动资产合计	32335	64946	63463	60921	归属于母公司净利润	-1046	88	7672	11941										
固定资产	104971	103935	101620	100409															
在建工程	38408	43408	48408	53408	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	144452	133755	123209	113209	经营活动现金流	35418	37704	30432	39964										
长期股权投资	15137	14816	14487	13883	净利润	-1046	88	7672	11941										
资产总计	335303	360859	351186	341830	少数股东损益	-523	-1183	0	369										
短期借款	21363	20863	19863	17863	折旧摊销	27200	21778	23059	23941										
应付款项	19095	24834	25407	26547	公允价值变动	1	0	0	0										
合同负债	1522	2502	2663	2795	营运资金变动	5534	14919	-2099	2806										
其他流动负债	68336	120065	119485	120446	投资活动现金流	-15246	-10702	-11338	-13448										
流动负债合计	110317	168265	167418	167651	资本支出	-21446	-13940	-14700	-17200										
长期借款及应付债券	89975	69975	54975	34575	长期投资	5384	325	345	603										
其他长期负债	99723	86246	84746	83246	其他	816	2913	3017	3149										
长期负债合计	189697	156220	139720	117820	筹资活动现金流	-15847	-1867	-22829	-28485										
负债合计	300015	324485	307139	285472	债务融资	40726	1438	-17500	-23900										
股本	16201	16594	16594	16594	权益融资	18393	1816	0	0										
股东权益	35288	36374	44047	56358	其它	-74966	-5120	-5329	-4585										
负债和股东权益总计	335303	360859	351186	341830	现金净增加额	4409	25160	-3735	-1969										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【交运小组介绍】

祝玉波：交通运输行业首席分析师，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境电商物流、化工物流、汽车物流等细分产业链板块。

张晋铭：交通运输行业研究助理，新南威尔士大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，主攻交运基础设施、化工物流、大宗物流等板块。

史亚州：交通运输行业研究助理，哈尔滨工业大学本硕，主攻快递、快运、跨境电商物流、汽车物流等板块。

【分析师承诺】

祝玉波，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。