

中国国航 (601111.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

量增推动收入增长，全年同比减亏

业绩

2025年3月27日，中国国航发布2024年年度报告。2024年公司营业收入为1667亿元，同比增长18%；归母净利润为-2亿元，同比减亏8亿元。其中Q4公司实现营业收入385亿元，同比增长8%；实现归母净利润-16亿元，同比减亏2亿元。

经营分析

票价水平同比回落，量增推动客运收入增长。2024年公司营业收入同比增长18%，其中客运收入1518亿元，同比增长16%，主要系量增影响：(1)量：2024年我国经济总体回暖向好，民航市场恢复进程加快，公司RPK同比+33%，其中国内线+15%，国际线+126%，地区线+49%；其中国际、地区线RPK分别为2019年同期82%、86%（该数据包括山航）。(2)价：受国内线票价高基数影响及国际线票价正常回落，2024年公司客公里收益同比-12%，其中国内线-10%，国际线-23%，地区线-17%。此外，货运市场高景气，2024年公司录得货运收入74亿元，同比增长78%。

财务费用率下降，国泰航空投资收益贡献明显。2024年航油出厂价下降7%，公司日利用率同比增长9%，摊薄固定成本，全年公司单位座公里营业成本为0.44元，同比下降3%。2024年公司毛利率为5.1%，同比增长0.1pct。费用率方面，2024年公司销售、管理、研发、财务费用率合计为11.8%，同比下降1.2pct，主要系财务费用率降低（汇兑亏损及财务支出减少）。2024年公司投资收益为29亿元，同比下降5%，其中主要来自国泰航空（贡献投资收益为25亿元）。综上，2024年公司归母净利润同比减亏8亿元。

机队净增速度为小个位数，行业供需优化将推动利润释放。根据计划，2025-2027年公司飞机净增CAGR预计为4%，侧面反映行业供应链紧张及公司较为审慎的机队增长策略。受飞机制造商及上游零部件供应商产能制约，行业供给增速将放缓至小个位数，同时旅客量维持高个位增长，预计2025年内将现供需拐点，行业票价有望抬升。相较于行业，公司拥有更优质航网，将更加受益于票价市场化的提价效果，利润率有望进一步提升。

盈利预测与评级

考虑当前票价承压，下调2025-2026年净利预测至52亿元、94亿元（原74亿元、121亿元），新增2027年净利预测126亿元。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）：7.59元

相关报告：

- 《中国国航公司点评：Q3出行需求旺盛，净利仅小幅下滑》，2024.10.31
- 《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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	141,100	166,699	184,151	203,038	222,877
营业收入增长率	166.7%	18.1%	10.5%	10.3%	9.8%
归母净利润(百万元)	-1,046	-237	5,164	9,356	12,641
归母净利润增长率	-97.3%	-77.3%	N/A	81.2%	35.1%
摊薄每股收益(元)	-0.06	-0.01	0.30	0.54	0.72
每股经营性现金流净额	2.19	1.98	2.25	2.53	2.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	-2.8%	-0.5%	10.5%	16.3%	18.6%
P/E	-113.6	-581.6	25.6	14.2	10.5
P/B	3.2	3.1	2.7	2.3	1.9

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	52,898	141,100	166,699	184,151	203,038	222,877
增长率		166.7%	18.1%	10.5%	10.3%	9.8%
主营业务成本	-82,812	-134,015	-158,189	-166,793	-178,269	-192,294
%销售收入	156.6%	95.0%	94.9%	90.6%	87.8%	86.3%
毛利	-29,915	7,086	8,510	17,358	24,769	30,583
%销售收入	n.a	5.0%	5.1%	9.4%	12.2%	13.7%
营业税金及附加	-156	-367	-374	-414	-456	-501
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-3,530	-5,333	-6,937	-7,663	-8,449	-9,275
%销售收入	6.7%	3.8%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
管理费用	-4,799	-5,083	-5,485	-6,060	-6,478	-7,111
%销售收入	9.1%	3.6%	3.3%	3.3%	3.2%	3.2%
研发费用	-244	-373	-432	-477	-526	-578
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	-38,643	-4,070	-4,719	2,744	8,859	13,119
%销售收入	n.a	n.a	n.a	1.5%	4.4%	5.9%
财务费用	-10,335	-7,453	-6,767	-3,803	-3,342	-2,940
%销售收入	19.5%	5.3%	4.1%	2.1%	1.6%	1.3%
资产减值损失	-45	-247	-146	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	0
投资收益	-27	3,047	2,897	2,639	2,639	2,639
%税前利润	n.a	-183.5%	-180.5%	42.4%	20.1%	14.5%
营业利润	-46,085	-3,324	-3,432	6,218	13,142	18,188
营业利润率	n.a	n.a	n.a	3.4%	6.5%	8.2%
营业外收支	205	1,664	1,827	0	0	0
税前利润	-45,880	-1,660	-1,605	6,218	13,142	18,188
利润率	n.a	n.a	n.a	3.4%	6.5%	8.2%
所得税	704	91	-845	-1,555	-3,285	-4,547
所得税率	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-45,176	-1,569	-2,450	4,664	9,856	13,641
少数股东损益	-6,556	-523	-2,213	-500	500	1,000
归属于母公司的净利润	-38,619	-1,046	-237	5,164	9,356	12,641
净利率	n.a	n.a	n.a	2.8%	4.6%	5.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-45,176	-1,569	-2,450	4,664	9,856	13,641
少数股东损益	-6,556	-523	-2,213	-500	500	1,000
非现金支出	21,359	27,447	29,348	28,994	30,366	31,776
非经营收益	9,599	3,088	3,358	1,806	1,673	1,840
营运资金变动	-2,544	6,453	4,289	3,834	2,196	2,757
经营活动现金净流	-16,762	35,418	34,546	39,298	44,092	50,015
资本开支	-6,965	-21,446	-20,104	-14,284	-14,965	-23,154
投资	-424	-8	-921	0	0	0
其他	505	820	1,490	2,639	2,639	2,639
投资活动现金净流	-6,884	-20,633	-19,535	-11,645	-12,327	-20,516
股权募资	0	18,393	7,812	0	0	0
债权募资	42,239	-1,309	7,334	-16,876	-407	407
其他	-6,580	-7,531	-6,582	-5,396	-5,715	-6,375
筹资活动现金净流	35,659	9,553	8,563	-22,273	-6,122	-5,968
现金净流量	12,222	24,422	23,471	5,380	25,642	23,531

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,436	15,628	22,468	24,423	46,432	66,011
应收款项	4,465	8,624	8,439	9,425	10,392	11,407
存货	2,558	3,683	4,225	4,169	4,456	4,806
其他流动资产	3,787	4,399	5,555	5,555	5,587	5,626
流动资产	22,245	32,335	40,687	43,572	66,866	87,850
%总资产	7.5%	9.6%	11.8%	12.8%	18.8%	23.1%
长期投资	14,825	19,252	21,354	21,354	21,354	21,354
固定资产	119,278	143,379	146,423	147,276	147,955	155,940
%总资产	40.4%	42.8%	42.3%	43.2%	41.5%	41.0%
无形资产	5,652	10,201	10,350	10,293	10,250	10,219
非流动资产	272,766	302,968	305,082	297,449	289,463	292,343
%总资产	92.5%	90.4%	88.2%	87.2%	81.2%	76.9%
资产总计	295,011	335,303	345,769	341,021	356,329	380,193
短期借款	57,211	61,587	87,583	70,706	70,706	70,706
应付款项	24,760	35,181	30,614	34,738	37,150	40,096
其他流动负债	10,512	13,549	19,414	19,539	20,127	20,838
流动负债	92,483	110,317	137,610	124,983	127,983	131,641
长期贷款	66,869	80,778	77,837	77,837	77,837	77,837
其他长期负债	114,100	108,920	89,377	93,544	97,399	105,860
负债	273,451	300,015	304,824	296,364	303,219	315,338
普通股股东权益	23,609	37,230	45,147	49,359	57,312	68,057
其中：股本	14,525	16,201	17,448	17,448	17,448	17,448
未分配利润	-29,309	-30,495	-30,744	-26,355	-18,402	-7,657
少数股东权益	-2,049	-1,942	-4,202	-4,702	-4,202	-3,202
负债股东权益合计	295,011	335,303	345,769	341,021	356,329	380,193

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-2.66	-0.06	-0.01	0.30	0.54	0.72
每股净资产	1.63	2.30	2.59	2.83	3.28	3.90
每股经营现金净流	-1.15	2.19	1.98	2.25	2.53	2.87
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.04	0.08	0.11
回报率						
净资产收益率	-163.6%	-2.8%	-0.5%	10.5%	16.3%	18.6%
总资产收益率	-13.1%	-0.3%	-0.1%	1.5%	2.6%	3.3%
投入资本收益率	-24.2%	-2.1%	-3.4%	1.0%	3.2%	4.5%
增长率						
主营业务收入增长率	-29.0%	166.7%	18.1%	10.5%	10.3%	9.8%
EBIT增长率	86.8%	-89.5%	15.9%	-158.2%	222.8%	48.1%
净利润增长率	132.1%	-97.3%	-77.3%	N/A	81.2%	35.1%
总资产增长率	-1.1%	13.7%	3.1%	-1.4%	4.5%	6.7%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.0	6.2	7.5	7.5	7.5	7.5
存货周转天数	10.2	8.5	9.1	9.1	9.1	9.1
应付账款周转天数	55.0	41.2	44.0	44.0	44.0	44.0
固定资产周转天数	596.0	271.5	240.1	219.0	199.9	195.2
偿债能力						
净负债/股东权益	574.4%	385.2%	363.7%	291.3%	203.5%	136.5%
EBIT利息保障倍数	-3.7	-0.5	-0.7	0.7	2.7	4.5
资产负债率	92.7%	89.5%	88.2%	86.9%	85.1%	82.9%

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	1	5	12	19	38
增持	1	3	6	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.38	1.33	1.39	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
7	2024-10-31	买入	7.15	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国内大街 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