

归母同比减亏，保价策略有望充分受益经济回升

2025 年 04 月 02 日

► **事件：公司发布 2024 年业绩：**2024 年公司营收 1667 亿元，同比+18.1%，归母净亏 2.4 亿元（2023 年归母净亏 10.5 亿元），扣非归母净亏 25.4 亿元（2023 年扣非归母净亏 31.8 亿元）。4Q24 公司营收 385 亿元，同比+8.2%，归母净亏 16.0 亿元（4Q23 归母净亏 18.4 亿元），扣非归母净亏 29.7 亿（4Q23 扣非归母净亏 23.0 亿元）。非经常性收益中，全年因处置土地使用权和固定资产确认资产处置收益 10.1 亿元、同比持平，全年营业外收入 19.5 亿元（2024 年为 17.9 亿元），主要为收到飞机运营补偿款。

► **坚持价格优先导向，油价同比回落、国泰航空投资收益拉动全年盈利，汇率贬值拖累盈利。**2024 年公司整体座收同比-4.5%，拆分看：国际座收同比-13%，客公里收益同比-23%，客座率同比+8.1pcts，国际价格降幅过快是主因；国内座收同比-1.2%，客公里收益同比-10%，客座率同比+7.0pcts、同比 2019 年下降 1.5pcts，在全年行业以价换量的背景下公司坚持价格优先导向，量价表现更为平衡。全年油价同比回落，公司单位燃油成本同比-5.6%，释放出来的盈利被汇兑损失部分抵消，全年公司确认汇兑损失 7.6 亿元。此外，国泰航空 2024 年盈利强劲，为公司贡献 25.0 亿元投资收益。

► **公司未来三年机队数年增速 4.3%，延续上年运力引进规划。**公司年报指引 2025-2027 年飞机数净增 30、30、55 架，与上一年指引相比引进数相差不大，退出数增加。新进飞机以 A320 为主，主要由 2022 年空客存量订单构成；公司指引 B737max 三年交付节奏为 13、0、22 架，年内交付存量订单，2027 年交付或为新签租赁订单。退出机型方面，A320ceo、B737-800 为代表的上代机型机龄较高，公司指引 A320 退出数量较多，我们认为是新飞机引进后，新旧机型的存量替换，B737 由于缺乏新飞机入列，租赁飞机仍以续约为主。

► **资产负债结构优化下财务费用改善、汇率敞口缩小。**报告期内公司资产负债率下降 1.3pct 至 88.2%、短期带息债务占比提升，年利息支出同比下降约 5 亿元；带息负债中美元计价占比下降 2.7pcts 至 12.7%，盈利对汇率波动敞口缩窄。

► **公商务需求回暖、洲际长航线增班复航积蓄盈利动能，看好油价中枢下移、需求回升的潜在盈利空间。**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。公司定位中高端商旅需求，配合主枢纽、商务快线和洲际航网建设，看好宏观经济复苏和洲际航线复航对公司盈利水平的提升。

► **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 33.0/59.8/82.2 亿元，当前国航 A 股价对应 2025/2026/2027 年 38/21/15 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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	166,699	182,439	189,725	198,753
增长率（%）	18.1	9.4	4.0	4.8
归属母公司股东净利润（百万元）	-237	3,297	5,984	8,224
增长率（%）	77.3	1489.5	81.5	37.4
每股收益（元）	-0.01	0.19	0.34	0.47
PE	/	38	21	15
PB	2.8	2.6	2.3	2.0

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）

推荐

首次评级

当前价格：

7.15 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

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	166,699	182,439	189,725	198,753
营业成本	158,189	167,402	170,531	176,323
营业税金及附加	374	365	379	398
销售费用	6,937	6,933	7,210	7,553
管理费用	5,485	5,473	5,692	5,963
研发费用	432	456	474	497
EBIT	-427	6,549	10,272	13,282
财务费用	6,767	6,164	6,147	6,079
资产减值损失	-156	-164	-167	-169
投资收益	2,897	2,919	2,846	2,385
营业利润	-3,432	3,231	6,899	9,518
营业外收支	1,827	100	100	100
利润总额	-1,605	3,331	6,999	9,618
所得税	845	333	700	962
净利润	-2,450	2,998	6,299	8,656
归属于母公司净利润	-237	3,297	5,984	8,224
EBITDA	28,775	36,097	40,489	44,157

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	22,468	30,091	29,645	31,621
应收账款及票据	3,678	5,063	5,265	5,515
预付款项	462	670	682	705
存货	4,225	4,650	4,737	4,898
其他流动资产	9,854	10,161	10,363	10,614
流动资产合计	40,687	50,634	50,692	53,354
长期股权投资	16,917	16,917	16,917	16,917
固定资产	109,655	111,194	112,669	114,487
无形资产	5,938	6,141	6,324	6,487
非流动资产合计	305,082	310,780	316,440	322,471
资产合计	345,769	361,414	367,132	375,825
短期借款	16,876	16,876	15,876	15,876
应付账款及票据	19,539	18,600	18,948	19,591
其他流动负债	101,195	107,170	105,632	105,414
流动负债合计	137,610	142,647	140,456	140,882
长期借款	77,837	79,837	75,837	69,837
其他长期负债	89,377	94,987	100,597	106,207
非流动负债合计	167,214	174,824	176,434	176,044
负债合计	304,824	317,471	316,890	316,926
股本	17,448	17,448	17,448	17,448
少数股东权益	-4,202	-4,502	-4,187	-3,754
股东权益合计	40,945	43,943	50,242	58,898
负债和股东权益合计	345,769	361,414	367,132	375,825

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	18.14	9.44	3.99	4.76
EBIT 增长率	-233.17	1634.50	56.85	29.30
净利润增长率	77.32	1489.54	81.48	37.42
盈利能力 (%)				
毛利率	5.10	8.24	10.12	11.29
净利润率	-0.14	1.81	3.15	4.14
总资产收益率 ROA	-0.07	0.91	1.63	2.19
净资产收益率 ROE	-0.53	6.81	10.99	13.13
偿债能力				
流动比率	0.30	0.35	0.36	0.38
速动比率	0.22	0.28	0.29	0.30
现金比率	0.16	0.21	0.21	0.22
资产负债率 (%)	88.16	87.84	86.31	84.33
经营效率				
应收账款周转天数	7.40	8.62	9.80	9.76
存货周转天数	9.00	9.54	9.91	9.84
总资产周转率	0.49	0.52	0.52	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	-0.01	0.19	0.34	0.47
每股净资产	2.59	2.78	3.12	3.59
每股经营现金流	1.98	2.16	2.32	2.54
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	38	21	15
PB	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	11.57	9.22	8.22	7.54
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	-2,450	2,998	6,299	8,656
折旧和摊销	29,202	29,548	30,217	30,876
营运资金变动	3,311	1,708	300	735
经营活动现金流	34,546	37,746	40,455	44,292
资本开支	-18,431	-14,952	-15,281	-16,010
投资	-921	0	0	0
投资活动现金流	-17,863	-12,033	-12,435	-13,625
股权募资	7,812	0	0	0
债务募资	67,311	4,000	-6,000	-6,000
筹资活动现金流	-10,558	-18,091	-28,465	-28,692
现金净流量	6,023	7,623	-445	1,976

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