



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 03 月 31 日

基础数据

03 月 28 日收盘价（元）	7.30
总市值（亿元）	1,273.73
总股本（亿股）	174.48

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证交运】中国国航 2024 年半年报点评：上半年同比减亏，供需优化下盈利中枢有望上行-2024.09.02

【兴证交运】中国国航 2023 年年报点评：亏损幅度收窄，迎接盈利上行期-2024.04.01

分析师：袁浩然

S0190523070003

yuanhaoran@xyzq.com.cn

分析师：王凯

S0190521090002

wangkai21@xyzq.com.cn

分析师：张晓云

S0190514070002

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

中国国航(601111.SH)

中国国航 2024 年年度报告点评：全年及四季度亏幅显著收窄，迎接盈利向上周期

投资要点：

- **全年及四季度亏幅均收窄。** 2024 年，中国国航实现营业收入 1666.99 亿元，同比增长 18.14%；归母净利润-2.37 亿元，扣非后归母净利润-25.40 亿元，亏幅较前一年大幅收窄。其中四季度实现归母净利润-15.99 亿元，亏幅较 2023 年同期收窄。
- **营运数据持续恢复。** 2024 年，公司旅客运输量达到 1.55 亿人次，同比增长 23.80%；收费客公里（RPK）同比增长 32.77%。国际航线载运量指标提升显著，RPK 同比增长 125.71%，ASK 同比增长 100.50%。2024 年公司利用率和客座率均显著提升，客座率达到 79.85%，同比增长 6.63 个百分点；飞机日利用率达到 8.90 小时，同比增加 0.76 小时。
- **利用率提升推动成本下降，以价换量特征明显。** 公司每 ASK 营业成本同比下降 3.03%，每可用吨公里营业成本下降 4.99%。客公里收益国内/国际/地区分别下降 9.70%/22.63%/16.66%。
- **费用率管控。** 公司销售费用、管理费用增速分别为 30.08%、7.92%。财务费用同比下降 9.20%，但财务费用中汇兑净损失为人民币 7.60 亿元。
- **运力引进：** 公司 25-27 年预计引进民航客机 30、30、55 架。但考虑到飞机厂商的交付能力，这一目标达成仍存在不确定性。
- **投资看点：** 行业以价换量推动 24 年业绩大幅改善。随着行业供需的持续修复、油价中枢的下行，25 年全年业绩有望继续好转。我们维持行业基本面圆弧底的判断，中国国航作为行业龙头，枢纽价值凸显，值得投资人重点关注。
- **盈利预测：** 调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 43.39、65.48、106.13 亿元，对应 3 月 27 日收盘价估值分别为 29.4、19.5、12.0 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：** 疫情影响和政策执行的不确定，汇率油价大幅波动，行业供需失衡，宏观经济增长失速，国际贸易摩擦升级，空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	166699	172590	181832	195566
同比增长	18.1%	3.5%	5.4%	7.6%
归母净利润（百万元）	-237	4339	6548	10613
同比增长	-	-	50.9%	62.1%
毛利率	5.1%	12.2%	13.6%	16.0%
ROE	-0.5%	8.8%	11.7%	15.9%
每股收益（元）	-0.01	0.25	0.38	0.61
市盈率	—	29.4	19.5	12.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	40687	58638	58739	68555
货币资金	22468	36871	36187	44835
交易性金融资产	38	38	38	38
应收票据及应收账款	3678	4390	4675	5011
预付款项	462	515	541	566
存货	4225	4576	4767	4977
其他	9816	12249	12530	13128
非流动资产	305082	306896	307632	306761
长期股权投资	16917	17202	17107	17138
固定资产	109655	111806	112041	110489
在建工程	36767	35091	34581	34123
无形资产	5938	7016	8058	9112
商誉	4098	4431	4320	4357
其他	131707	131351	131525	131541
资产总计	345769	365534	366371	375316
流动负债	137610	159022	156606	158248
短期借款	16876	39941	36845	36845
应付票据及应付账款	19539	21087	21858	22856
其他	101195	97993	97903	98547
非流动负债	167214	160565	156115	150932
长期借款	77837	72837	67837	62837
其他	89377	87728	88278	88095
负债合计	304824	319587	312721	309180
股本	17448	17448	17448	17448
未分配利润	-30567	-26981	-21416	-12395
少数股东权益	-4202	-3437	-2281	-408
股东权益合计	40945	45947	53650	66136
负债及权益合计	345769	365534	366371	375316

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	-237	4339	6548	10613
折旧和摊销	29202	15741	17539	19258
营运资金的变动	3311	-5205	-103	474
经营活动产生现金流量	34546	19785	29721	36578
资本支出	-18431	-16627	-18082	-17882
长期投资	-921	-535	191	-70
投资活动产生现金流量	-17863	-14691	-15818	-15880
债权融资	67311	16416	-7546	-5183
股权融资	7812	0	0	0
融资活动产生现金流量	-10558	9412	-14586	-12050
现金净变动	6023	14403	-683	8648

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	166699	172590	181832	195566
营业成本	158189	151572	157041	164233
税金及附加	374	414	436	469
销售费用	6937	8629	9092	9778
管理费用	5485	6041	6364	6845
研发费用	432	432	268	432
财务费用	6767	6779	6671	6505
投资收益	2897	2500	2100	2100
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	10	0	0	0
资产减值损失	-156	-1	1	0
营业利润	-3432	5946	9005	14582
营业外收支	1827	59	58	107
利润总额	-1605	6005	9063	14689
所得税	845	901	1359	2203
净利润	-2450	5104	7704	12486
少数股东损益	-2213	766	1156	1873
归属母公司净利润	-237	4339	6548	10613
EPS(元)	-0.01	0.25	0.38	0.61

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	18.1%	3.5%	5.4%	7.6%
营业利润增长率	-	-	51.5%	61.9%
归母净利润增长率	-	-	50.9%	62.1%
盈利能力				
毛利率	5.1%	12.2%	13.6%	16.0%
归母净利率	-0.1%	2.5%	3.6%	5.4%
ROE	-0.5%	8.8%	11.7%	15.9%
偿债能力				
资产负债率	88.2%	87.4%	85.4%	82.4%
流动比率	0.30	0.37	0.38	0.43
速动比率	0.22	0.30	0.31	0.37
营运能力				
资产周转率	49.0%	48.5%	49.7%	52.7%
每股资料(元)				
每股收益	-0.01	0.25	0.38	0.61
每股经营现金	1.98	1.13	1.70	2.10
估值比率(倍)				
PE	—	29.4	19.5	12.0
PB	2.8	2.6	2.3	1.9

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn