

中国国航（601111.SH）：亏损持续缩窄，关注后续票价改善

2025年4月9日

推荐/维持

中国国航

公司报告

事件:24年公司实现营收1666.99亿元,同比增长18.14%,归母净利润为-2.37亿元,较23年同期的-10.46亿元减亏77.32%,扣非后归母净利润-25.40亿元,较23年的-31.77亿元减亏20.06%。24Q4公司扣非后净利润-29.72亿元,亏损较23年同期的-23.04亿元略有扩大,主要系汇兑损失导致四季度财务费用23.11亿元,较23Q4的10.90亿元明显提升。

24年量升价降明显,客运业务毛利率基本持平23年:2024年公司实现客运收入1517.89亿元,同比增加212.72亿元。拆分看,公司客运运力投放同比提升21.74%,客座率同比提升6.63pct至79.85%,但客公里收益下降12.41%至0.5338元。公司年报显示,24年因运力投入上升而增加收入283.73亿元,因客座率上升而增加收入143.92亿元,因收益水平下降而减少收入214.93亿元。可以看出24年全年表现出较明显的量升价降,这不仅是公司一家的现象,也是全行业的24年经营情况的缩影。

分区域看,国内航线公司运力投放同比提升5.36%,客座率同比提升7.04pct,客公里收益同比下降9.70%。国内航线24年客座率已经基本恢复疫情前水平,甚至部分月份高于疫情前,但在油价高于19年同期的情况下,客公里收益水平(0.537元/客公里)依旧低于19年同期(0.590元/客公里),体现出目前国内公商务需求的恢复程度依旧存在不足。国际航线运力投放同比提升100.50%,客座率同比提升8.52pct,客公里收益同比下降22.63%。国际航线由于处于快速恢复期,运力投放大幅提升,但短期大量的运力投放涌入也使得客公里收益下降较为明显。

成本方面,上半年公司单位ASK扣油成本0.293元,较去年同期的0.298元有所下降,主要是由于飞机日利用小时数从23年的8.14小时提升至24年的8.90小时,单位ASK折旧成本下降11.7%。公司单位ASK起降成本和维修成本分别同比提升10.3%和6.2%,应该与国际航线运力投放占比提升,而相关费率高于国内有关。

24年公司客运业务毛利率4.13%,较23年同期提升0.06pct,毛利率依旧处于较低的水平。目前行业客座率已经不低,但价格端并不景气,25年行业的重心预计会放在如何稳住价格,提升客收上。

飞机引进较为谨慎,供给端预计维持低增长:24年公司飞机引进共计36架,退出11架(包括公务机),飞机净增25架,公司飞机从期初的905架提升至930架。可以看出24年飞机增速维持在较低的水平。25年公司计划引进飞机47架,退出17架,飞机净增量预计依旧会维持低位。有助于公司消化供给端的过剩压力。

25年预计行业继续严控供给,价格端有望改善:24年航空业的量升价降现象得到了民航局的充分关注,在25年全国民航工作会议上,民航局提出必须统筹政府和市场关系,促进航空市场规范有序发展。要着力增强航空市场供需适配度,动态优化客座率考核等精准调控措施。同时,要有针对性的加强价格行为监管。我们认为这预示着25年行业的工作重心从提升客座率逐渐向提升收入质量转变,机票价格偏低的问题有望得到改善。

公司简介:

公司是我国载旗航空公司,主要从事国际、国内定期和不定期航空客、货、邮和行李运输业务;国内、国际公务飞行业务;飞机执管业务;航空器维修;航空公司间业务代理;与主营业务有关的地面服务和航空快递;机上免税品;机上商品零售业务;航空意外保险销售代理;进出口业务。

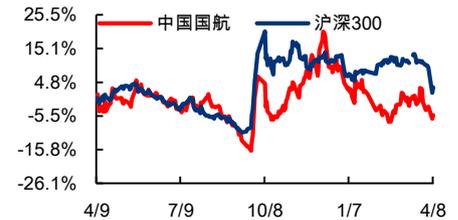
资料来源:公司官网,同花顺

交易数据

52周股价区间(元)	8.89-6.2
总市值(亿元)	1,221.39
流通市值(亿元)	814.67
总股本/流通A股(万股)	1,744,842/1,249,281
流通B股/H股(万股)	-/495,561
52周日均换手率	2.1

资料来源:恒生聚源,东兴证券研究所

52周股价走势图



资料来源:恒生聚源,东兴证券研究所

分析师: 曹奕丰

021-25102904

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050005

盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 39.8, 77.9 和 94.4 亿元, 对应 EPS 分别为 0.23、0.45 和 0.54 元。公司作为我国的载旗航空公司, 手握大量优质的国内国际航线, 有望充分受益于机票价格改善带来的盈利弹性。我们维持公司“推荐”评级。

风险提示: 民航政策变化; 油价汇率大幅波动等

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	141,100.2	166,698.9	178,469.6	189,549.8	196,977.2
增长率 (%)	166.74%	18.14%	7.06%	6.21%	3.92%
归母净利润 (百万元)	-1,046.4	-237.3	3,975.4	7,791.8	9,440.7
增长率 (%)	-97.29%	-77.32%	-1775.22%	96.00%	21.16%
净资产收益率 (%)	-2.81%	-0.53%	8.09%	13.69%	14.23%
每股收益 (元)	-0.07	-0.01	0.23	0.45	0.54
PE	-100.00	-700.00	30.72	15.68	12.94
PB	3.05	2.71	2.49	2.15	1.84

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	32335	40687	40835	50072	53626	营业收入	141100	166699	178470	189550	196977
货币资金	15628	22468	22986	31538	34623	营业成本	134015	158189	165519	173396	179279
应收账款	3183	3670	2445	2337	2159	营业税金及附加	367	374	535	569	591
其他应收款	0	4761	5097	5413	5625	营业费用	5333	6937	5889	5971	6008
预付款项	414	462	462	462	462	管理费用	5083	5485	5533	5686	5712
存货	3683	4225	4535	4751	4912	财务费用	7453	6767	5263	4653	4234
其他流动资产	3874	4961	5209	5469	5743	研发费用	373	432	357	379	394
非流动资产合计	302968	305082	294693	283777	272245	资产减值损失	222	156	12	12	13
长期股权投资	133724	135002	135171	135342	135514	公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
固定资产	104971	109655	111360	107243	99695	投资净收益	3047	2897	3002	3281	3586
无形资产	5817	5938	5651	5378	5118	加: 其他收益	4451	4296	4510	4736	4973
其他非流动资产	89	5	0	0	0	营业利润	-3324	-3432	2874	6900	9305
资产总计	335303	345769	335528	333849	325871	营业外收入	1794	1945	2140	2354	2589
流动负债合计	110317	137610	125512	117766	110637	营业外支出	131	118	130	143	157
短期借款	21363	16876	0	0	0	利润总额	-1660	-1605	4883	9110	11736
应付账款	18595	19539	18139	19002	19647	所得税	-91	845	244	456	1174
预收款项	0	36	36	36	36	净利润	-1569	-2450	4639	8655	10563
一年内到期的非流动负债	40224	70706	77777	69999	62999	少数股东损益	-523	-2213	664	863	1122
非流动负债合计	189697	167214	164431	161843	150432	归属母公司净利润	-1046	-237	3975	7792	9441
长期借款	80778	77837	76837	75837	65837	主要财务比率					
应付债券	9197	6000	5700	5415	5144		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	300015	304824	289943	279609	261069	成长能力					
少数股东权益	-1942	-4202	-3538	-2675	-1553	营业收入增长	166.74	18.14%	7.06%	6.21%	3.92%
实收资本(或股本)	16201	17448	17448	17448	17448	营业利润增长	-92.79%	3.24%	-183.74	140.09	34.85%
资本公积	39588	46151	46151	46151	46151	归属于母公司净利润增长	-97.29%	-77.32%	-1775.2	96.00%	21.16%
未分配利润	-30495	-30744	-26769	-18977	-9536	获利能力					
归属母公司股东权益合计	37230	45147	49123	56915	66355	毛利率(%)	5.02%	5.10%	7.26%	8.52%	8.98%
负债和所有者权益	335303	345769	335528	333849	325871	净利率(%)	-1.11%	-1.47%	2.60%	4.57%	5.36%
现金流量表						总资产净利润(%)	-0.31%	-0.07%	1.18%	2.33%	2.90%
						ROE(%)	-2.81%	-0.53%	8.09%	13.69%	14.23%
经营活动现金流	35418	34546	33657	38780	40799	偿债能力					
净利润	-1569	-2450	4639	8655	10563	资产负债率(%)	89%	88%	86%	84%	80%
折旧摊销	27200	29202	26136	27339	28531	流动比率	0.29	0.30	0.33	0.43	0.48
财务费用	7453	6767	5263	4653	4234	速动比率	0.26	0.26	0.29	0.38	0.44
应收账款减少	-1533	-487	1225	108	178	营运能力					
预收账款增加	-59	36	0	0	0	总资产周转率	0.45	0.49	0.52	0.57	0.60
投资活动现金流	-15246	-17863	-15300	-15220	-15078	应收账款周转率	58.40	48.65	58.37	79.28	87.63
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	应付账款周转率	9.34	8.74	9.47	10.21	10.19
长期投资减少	0	0	-178	-181	-183	每股指标(元)					
投资收益	3047	2897	3002	3281	3586	每股收益(最新摊薄)	-0.07	-0.01	0.23	0.45	0.54
筹资活动现金流	-15847	-10558	-17839	-15008	-22635	每股净现金流(最新摊薄)	0.27	0.35	0.03	0.49	0.18
应付债券增加	-1997	-3197	-300	-285	-271	每股净资产(最新摊薄)	2.30	2.59	2.82	3.26	3.80
长期借款增加	13909	-2941	-1000	-1000	-10000	估值比率					
普通股增加	1676	1248	0	0	0	P/E	-100.00	-700.00	30.72	15.68	12.94
资本公积增加	13317	6563	0	0	0	P/B	3.05	2.71	2.49	2.15	1.84
现金净增加额	4325	6125	518	8552	3085	EV/EBITDA	10.08	10.26	8.38	7.82	6.74

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	交通运输行业: 关税战导致进出口货运承压, 建议关注内需板块	2025-04-07
行业普通报告	低空产业: 全球首张 eVTOL 运营证书落地, 商业化试运营跨过最后一道槛	2025-04-01
行业普通报告	快递 1-2 月数据点评: 件量维持高增长, 但价格竞争较往年更加激烈	2025-03-21
行业普通报告	航空机场 2 月数据点评: 国内线供给端挤水分, 国际淡旺季差异依旧较大	2025-03-19
行业普通报告	政府工作报告点评: 降低社会物流成本仍是主线, 重点关注反内卷与新业态	2025-03-06
行业普通报告	航空机场 1 月数据点评: 春运旺季需求回升, 上市航司国际线运力投放首次超过 19 年同期	2025-02-19
行业普通报告	快递 12 月数据点评: 国补带动需求增长, 今年前三周件量大超预期	2025-01-21
行业普通报告	航空机场 12 月数据点评: 中型航司加大运力投放, 三大航维持克制	2025-01-16
公司普通报告	中国国航 (601111.SH): 量升价降导致淡季业绩承压, 静待需求改善	2024-09-05
公司普通报告	中国国航 (601111.SH): 国际航线继续恢复, 关注公司业绩弹性	2024-04-02

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士, 金融数学硕士, 9 年投资研究经验, 2015-2018 年就职于广发证券发展研究中心, 2019 年加盟东兴证券研究所, 专注于交通运输行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526