

交通运输

2025 年 08 月 08 日

国泰航空 (00293)

——25H1 利润保持同比增长，盈利韧性再度验证

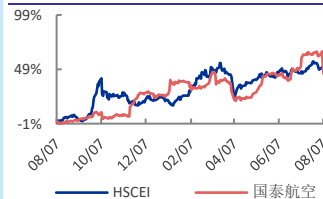
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2025 年 08 月 07 日

收盘价 (港币)	10.52
恒生中国企业指数	8981.73
52 周最高/最低 (港币)	12.10/7.68
H 股市值 (亿港元)	677.43
流通 H 股 (百万股)	6,439.41
汇率 (人民币/港币)	1.1002

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

刘衣云 A0230524100007
liuyy@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
罗石 A0230524080012
luoshi@swsresearch.com

研究支持

刘衣云 A0230524100007
liuyy@swsresearch.com

联系人

刘衣云
(8621)23297818x
liuyy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **核心事件：国泰航空公告 2025 半年报业绩，集团实现归母净利润 36.51 亿港元，同比提升 1.1%，符合预期。**国泰航空集团 25H1 营业收入同比增长 9.5%至 543.09 亿港元，实现归母净利润分别为 36.51 亿港元，同比增长 1.1%；实现扣非后归母净利润 38.32 亿港元，同比小幅下降。
- **2025H1 集团运力运量大幅增长，收益水平持续常态化。**根据公司公告，25H1 国泰航空集团 ATK 同比增长 15.9%，RTK 同比增长 18.1%。根据各公司披露口径：**1) 国泰航空** 25H1 公司 ASK 同比+26.3%；RPK 同比+30%，客座率同比+2.4 pct；国泰航空客运量同比+27.8%。受运力持续扩张影响，公司票价水平进一步常态化，25H1 乘客收益率同比-12.3%。美洲/东南亚及大洋洲/北亚/欧洲/南非、中东及非洲五大市场收益率分别-17.5%/-10.7%/-14.3%/-1.5%/-9.0%。**2) 国泰货运** 25H1 公司 AFTK 同比+8.1%，RFTK 同比+5.9%；货邮载运率同比-1.3pct；货邮运输量同比+11.4%。货运运量增长低于运力增长，货物收益率同比-3.4%。**3) 香港快运** ASK 及 RPK 分别同比+38.3%/28.3%，受低成本市场竞争加剧，短途航线票价下降的影响，香港快运乘客收益率同比-21.6%。
- **量增价减收入端整体提升，单位成本进一步摊薄。**国泰航空集团 25H1 营业收入同比增长 9.5%至 543.09 亿港元，客运市场量增价减整体收入端仍增长，客运收入占比达到 69%，同比增加 12.7%；货运收入占比下降至 23%，同比增长 1.2%。25H1 国泰航空飞机利用率增长 20%达到 10.8 小时，可用运力释放进一步摊薄单位成本。25H1 国泰航空成本费用端同比增长 10.7%，单位 ATK 成本同比-4.1%，单位扣油成本同比-0.9%。运力扩张背景下，收入成本同比增长，叠加联营公司亏损同比改善，国泰航空 25H1 实现归母净利润分别为 36.51 亿港元，同比增长 1.1%。**公司公告 2025 年中期股息**，公司公告派发截至 2025 年 12 月 31 日止年度第一次中期股息每股 0.20 港元，合计 12.88 亿元，分红比例下降至 35%（2024 年为 46%）。
- **机队规模稳定增长，订单簿进一步扩充。**截止 25H1，国泰机队共有 234 架飞机，其中空客占据 162 架，波音 72 架。国泰航空宣布增购 14 架波音 777-9 型飞机，国泰在此机型订单总量达 35 架，增购飞机预计 2034 年起陆续交付，未来公司机队结构有望持续调整优化。
- **投资分析意见：国泰航空经营韧性进一步确定，公司有望持续维持高盈利水平。**公司 2025 年将持续释放运力，提升飞机利用率，在供给增长下预计部分航线收益率将进一步常态化，货运业务受关税影响具有一定不确定性，货运收益率相较 24 年高基数将进一步下行，考虑公司运力扩张速度较高，且 25H2 货运业务可能持续受到关税冲击，我们下调 2025 年盈利至 77.92 亿港元（原预测为 90.08 亿港元），下调 2026 年盈利预测至 97.9 亿港元（原预测为 102.48 亿港元），略调整 2027 年盈利预测为 109.06 亿港元（原预测为 107.02 亿港元），对应 25-27E PE 估值分别为 8.7/6.9/6.2x，仍大幅低于行业平均估值水平，维持“买入”评级。
- **风险提示：**客货运需求不及预期、关税冲击加大、航空安全事故风险、油价大幅上涨。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	94,485	104,371	111,696	118,254	123,679
同比增长率	85.1%	10.5%	7.0%	5.9%	4.6%
归母净利润 (百万元)	9067	9607	7792	9790	10906
同比增长率	-226.6%	6.0%	-18.9%	25.6%	11.4%
每股收益 (元/股)	1.41	1.49	1.21	1.52	1.69
净资产收益率	.%	.%	.%	.%	.%
市盈率	7.5	7.0	8.7	6.9	6.2
市净率	1.13	1.29	1.18	1.09	1.00

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。