

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国国航(601111)

投资评级 增持

上次评级 增持

匡培钦 交通运输行业首席分析师

执业编号: S1500524070004

邮箱: kuangpeiqin@cindasc.com

相关研究

中国国航(601111.SH)2024 年报点评:  
国际线恢复、客座率大幅回升,利润明  
显改善中国国航(601111.SH)2024 年中报点  
评:淡季盈利承压,运营情况持续改善  
利润大幅减亏,看好未来盈利修复弹  
性

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
B座

邮编: 100031

# 中国国航(601111.SH) 2025 年中报点评: Q2 归母净利润扭亏, 静待公司座收回升

2025 年 08 月 29 日

**事件:** 中国国航发布 2025 年半年报。2025 年上半年, 公司实现营业收 807.6 亿元, 同比+1.6%; 对应录得归母净利润-18.06 亿元, 同比+35.1%。

**点评:**

- **营收微增, 归母净利润大幅减亏。** 2025 年上半年公司实现营收 807.6 亿元, 同比+1.56%, 其中客运/货运收入分别为 732/36 亿元, 同比+0.08%/+7.48%。25H1 录得归母净利-18.06 亿元, 同比+35.11%, 减亏 9.77 亿元; 其中 Q1/Q2 单季度归母净利分别为-20.4/2.4 亿元, 同比分别-22.1%/+121.5%, 二季度利润同比去年同期扭亏为盈。
- **运力小幅增长, 客座率高位。**
  - 1) **运力:** 2025H1 国航总 ASK 同比+3.4%, 其中国内线/国际线 ASK 同比分别-1.3%/+16.7%, 国际及地区线 ASK 恢复到 19 年同期 90.1%。
  - 2) **周转量:** 2025H1 公司总 RPK 同比+5.2%, 其中国内线/国际线 RPK 同比分别+1.4%/+17.0%, 国际及地区线 RPK 恢复到 19 年同期 86.6%。
  - 3) **客座率:** 综合/国内/国际及地区客座率分别为 80.7%/82.8%/76.2%, 同比分别+1.4/+2.2/+0.3pct, 较 19 年同期分别-0.7/+0.1/-3.1pct。
  - 4) **机队及利用率:** 上半年公司机队规模达到 934 架, 净增长 4 架飞机, 机队利用率为 8.76 小时, 同比-0.03 小时, 较 19 年-0.95 小时。
- **票价拖累盈利, 油价下行带动单位成本下降。**
  - 1) **票价:** 25H1 国航单位客公里收益实现 0.511 元, 同比-4.9%; 其中国内/国际/地区同比分别-6.2%/-0.8%/+1.6%。上半年单位座公里收益为 0.412 元, 同比-3.2%, 单位座收跌幅好于客收。
  - 2) **成本:** 25H1 国航单位 ASK 成本 0.441 元, 同比-2.2%; 其中单位燃油成本/非油成本分别为 0.137/0.304 元, 同比-13.3%/+3.8%。上半年航油均价同比-13.5%, 带动公司单位燃油成本下降; 但发动机维修停飞问题等拖累了公司非油成本摊薄。
- **上半年取得汇兑收益, 国泰航空贡献主要投资收益。**
  - 1) **费用:** 上半年人民币兑美元中间价汇率-0.4%, 公司录得汇兑收益 1.76 亿元, 同比增加 5.36 亿; 此外, 25H1 公司利息支出同比减少 3.75 亿, 公司财务费用相应同比减少 9.36 亿元。
  - 2) **收益:** 投资收益上, 25H1 公司确认投资收益 13.7 亿元, 同比+13.9%, 主要由对国泰航空的股权投资贡献, 投资收益为 11.74 亿。其他收益上, 25H1 公司取得其他收益 24.1 亿元, 同比+7.8%, 主要是合作航线收入增加 17.9%影响。

➤ **增资深航子公司巩固市场份额。**

公司拟对控股子公司深圳航空股权融资增资，融资总金额 160 亿、分两期实施。公司按持股比例 51% 认购融资额度，增资总金额不超过 81.6 亿元。首次增资，深航引入 1 名新的投资方，国航同步以现金定增 20.82 亿元，增资完成后，国航对深航持股比例仍为 51.0%，保持不变。本次增资预计将进一步巩固公司在粤港澳区域的优势及市场份额。

➤ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 30.50、75.56、101.42 亿元，同比分别+1385.2%、+147.8%、+34.2%，对应每股收益分别为 0.17、0.43、0.58 元，8 月 28 日收盘价对应 PE 分别为 43.20、17.43、12.99 倍。行业供需关系持续修复，同时“反内卷”行动助力竞争格局改善，公司作为行业龙头，有望显著受益。看好座收回升带来的业绩高弹性。综上，维持公司“增持”评级。

➤ **风险因素：**出行需求不及预期，票价涨幅不及预期，油价大幅上涨风险，人民币大幅贬值风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	141,100	166,699	174,454	188,994	198,806
增长率 YoY %	166.7%	18.1%	4.7%	8.3%	5.2%
归属母公司净利润(百万元)	-1,046	-237	3,050	7,556	10,142
增长率 YoY%	97.3%	77.3%	1385.2%	147.8%	34.2%
毛利率%	5.0%	5.1%	7.8%	11.5%	12.6%
净资产收益率ROE%	-2.8%	-0.5%	6.4%	13.6%	15.5%
EPS(摊薄)(元)	-0.06	-0.01	0.17	0.43	0.58
市盈率 P/E(倍)	—	—	43.20	17.43	12.99
市净率 P/B(倍)	3.54	2.92	2.75	2.38	2.01

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	<b>32,335</b>	<b>40,687</b>	<b>43,287</b>	<b>46,405</b>	<b>47,374</b>	
货币资金	15,628	22,468	24,330	23,209	22,461	
应收票据	4	8	10	26	28	
应收账款	3,183	3,670	3,872	4,239	4,505	
预付账款	414	462	514	585	661	
存货	3,683	4,225	4,386	4,946	5,191	
其他	9,423	9,854	10,175	13,399	14,529	
<b>非流动资产</b>	<b>302,968</b>	<b>305,082</b>	<b>310,432</b>	<b>315,260</b>	<b>327,602</b>	
长期股权投资	15,137	16,917	16,617	16,917	17,367	
固定资产	104,971	109,655	119,050	127,098	144,697	
无形资产	5,817	5,938	6,238	6,637	7,237	
其他	177,043	172,572	168,527	164,608	158,301	
<b>资产总计</b>	<b>335,303</b>	<b>345,769</b>	<b>353,719</b>	<b>361,665</b>	<b>374,976</b>	
<b>流动负债</b>	<b>110,317</b>	<b>137,610</b>	<b>129,350</b>	<b>131,130</b>	<b>134,492</b>	
短期借款	21,363	16,876	10,876	8,876	9,876	
应付票据	500	0	0	0	0	
应付账款	18,595	19,539	22,328	23,231	26,558	
其他	69,859	101,195	96,145	99,022	98,058	
<b>非流动负债</b>	<b>189,697</b>	<b>167,214</b>	<b>180,336</b>	<b>178,136</b>	<b>176,836</b>	
长期借款	80,778	77,837	74,837	72,837	71,837	
其他	108,920	89,377	105,499	105,299	104,999	
<b>负债合计</b>	<b>300,015</b>	<b>304,824</b>	<b>309,685</b>	<b>309,266</b>	<b>311,328</b>	
少数股东权益	-1,942	-4,202	-3,863	-3,024	-1,897	
归属母公司股东权益	37,230	45,147	47,897	55,423	65,545	
<b>负债和股东权益</b>	<b>335,303</b>	<b>345,769</b>	<b>353,719</b>	<b>361,665</b>	<b>374,976</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	141,100	166,699	174,454	188,994	198,806	
同比 (%)	166.7%	18.1%	4.7%	8.3%	5.2%	
归属母公司净利润	-1,046	-237	3,050	7,556	10,142	
同比	97.3%	77.3%	1385.2	147.8%	34.2%	
毛利率 (%)	5.0%	5.1%	7.8%	11.5%	12.6%	
ROE%	-2.8%	-0.5%	6.4%	13.6%	15.5%	
EPS (摊薄)(元)	-0.06	-0.01	0.17	0.43	0.58	
P/E	—	—	43.20	17.43	12.99	
P/B	3.54	2.92	2.75	2.38	2.01	
EV/EBITDA	11.59	12.03	10.11	7.78	6.65	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业总收入</b>	<b>141,100</b>	<b>166,699</b>	<b>174,454</b>	<b>188,994</b>	<b>198,806</b>	
营业成本	134,015	158,189	160,762	167,266	173,832	
营业税金及附加	367	374	436	491	517	
销售费用	5,333	6,937	6,978	7,560	8,151	
管理费用	5,083	5,485	5,757	6,426	6,958	
研发费用	373	432	454	472	477	
财务费用	7,453	6,767	5,867	6,822	6,671	
减值损失	-222	-156	-70	-56	-70	
投资净收	3,047	2,897	2,966	3,213	3,380	
其他	5,374	5,313	5,752	6,607	8,141	
<b>营业利润</b>	<b>-3,324</b>	<b>-3,432</b>	<b>2,848</b>	<b>9,721</b>	<b>13,651</b>	
营业外收支	1,664	1,827	1,670	1,474	1,375	
<b>利润总额</b>	<b>-1,660</b>	<b>-1,605</b>	<b>4,518</b>	<b>11,194</b>	<b>15,026</b>	
所得税	-91	845	1,130	2,799	3,756	
<b>净利润</b>	<b>-1,569</b>	<b>-2,450</b>	<b>3,389</b>	<b>8,396</b>	<b>11,269</b>	
少数股东损益	-523	-2,213	339	840	1,127	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-1,046</b>	<b>-237</b>	<b>3,050</b>	<b>7,556</b>	<b>10,142</b>	
EBITDA	27,521	28,775	32,753	41,431	47,793	
EPS (当年)(元)	-0.07	-0.01	0.17	0.43	0.58	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>35,418</b>	<b>34,546</b>	<b>34,300</b>	<b>37,109</b>	<b>43,391</b>	
净利润	-1,569	-2,450	3,389	8,396	11,269	
折旧摊销	27,200	29,202	22,367	23,415	26,096	
财务费用	7,373	6,637	6,547	6,417	6,357	
投资损失	-3,047	-2,897	-3,047	-2,897	-2,966	
营运资金变动	5,534	3,311	7,623	4,450	5,536	
其它	-72	743	-2,660	-2,355	-2,488	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-15,246</b>	<b>-17,863</b>	<b>-21,998</b>	<b>-22,584</b>	<b>-32,462</b>	
资本支出	-21,446	-18,431	-24,958	-25,181	-35,232	
长期投资	5,384	-921	41	-582	-592	
其他	816	1,489	2,919	3,180	3,362	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-15,847</b>	<b>-10,558</b>	<b>-10,459</b>	<b>-15,647</b>	<b>-11,677</b>	
吸收投资	18,393	7,812	0	0	0	
借款	15,326	-7,428	-9,000	-4,000	0	
支付利息或股息	-7,531	-6,581	-6,547	-6,417	-6,357	
<b>现金流净增加额</b>	<b>4,409</b>	<b>6,023</b>	<b>1,862</b>	<b>-1,121</b>	<b>-748</b>	

## 研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，曾担任多家省交投外部评审委员及央视财经外部评论员，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。