

中国国航（601111.SH）：Q2 实现扭亏，关注反内卷后续影响

2025 年 9 月 1 日

推荐/维持

中国国航

公司报告

事件：25 年上半年公司实现营收 807.57 亿元，同比增长 1.56%，归母净利润 -18.06 亿元，较上年同期的 27.82 亿元减亏 35.11%。扣非后归母净利润 -20.04 亿元，较上年同期的 -34.40 亿元减亏 41.76%。公司 Q1 与 Q2 分别实现归母净利润 -20.44 亿元和 2.38 亿元，上半年亏损主要集中在 Q1，Q2 实现扭亏。

客收降幅在预期内，油价下降带动盈利回升：上半年公司实现客运收入 731.96 亿元，同比增加 0.59 亿元，拆分来看，其中国内运力投放上升而增加收入 24.63 亿元，因客座率上升增加收入 13.61 亿元，因收益水平下降减少收入 37.65 亿元。公司客座率同比上升 1.43pct，收入客公里下降 4.88%至 0.5107 元/客公里。相比于去年明显的量升价降现象，今年上半年国航对价格端的约束有一定成效。虽然客收依旧下降，但我们认为主要系燃油成本下降以及国际航线占比提升导致客收下行，属于正常现象。

分区域看，公司国内航线运力投放同比下降 1.26%，客座率同比提升 2.17pct，客公里收益同比下降 6.23%。国际航线运力投放同比提升 16.7%，客座率同比提升 0.19pct，客公里收益同比下降 0.77%。相比来说，国际航线较国内航线表现更好。

成本方面，上半年单位 ASK 扣油成本 0.304 元，较去年同期的 0.293 元有所提升。但单位 ASK 燃油成本从去年同期的 0.158 元降至报告期的 0.137 元，特别是二季度油价降幅较大，带动了公司 Q2 盈利回升。

飞机引进较为谨慎，供给端预计维持低增长：上半年公司共引进飞机 9 架，退出飞机 5 架，上半年净增仅 4 架，飞机引进较为谨慎。公司 25 年计划引进飞机 47 架，退出 18 架，预计机队净增主要集中在下半年，当然也可能出现像前几年一样实际引进明显低于计划引进的情况。整体看预计公司机队增速维持较低水平。

国泰航空持续贡献投资收益：上半年公司投资收益 13.70 元，同比增加 1.67 亿元，其中确认国泰航空投资收益 11.74 亿元，同比增加 1.06 亿元。

关注反内卷带来的后续影响：7 月以来，反内卷持续受到国家层面重视，8 月 14 日，由中国航空运输协会牵头编制的《中国航空运输协会航空客运自律公约》正式发布，旨在引导行业高质量发展，积极维护公平有序的国内航空客运市场环境，保障消费者、经营者等各方合法权益。我们预计公约的出台将有效遏制市场乱象、规范经营行为，对行业的票价水平会有一定提振作用。

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 18.8，63.1 和 79.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.11、0.36 和 0.45 元。我们看好反内卷对行业整体盈利水平的提振。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；反内卷力度不及预期；油价汇率大幅波动等

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。

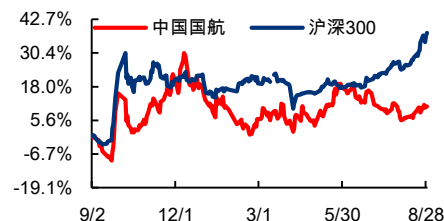
资料来源：公司官网，同花顺

交易数据

52 周股价区间（元）	8.89-6.2
总市值（亿元）	1,317.36
流通市值（亿元）	878.68
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	2.32

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

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	172,107.5	187,941.6	195,272.2
增长率（%）	166.74%	18.14%	3.24%	9.20%	3.90%
归母净利润（百万元）	-1,046.4	-237.3	1,879.8	6,312.1	7,928.5
增长率（%）	-97.29%	-77.32%	-892.15%	235.78%	25.61%
净资产收益率（%）	-2.81%	-0.53%	4.00%	11.83%	12.94%
每股收益（元）	-0.07	-0.01	0.11	0.36	0.45
PE	-107.86	-755.00	70.08	20.87	16.62
PB	3.29	2.92	2.80	2.47	2.15

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	38330	46497	48539	营业收入	141100	166699	172107	187942	195272
货币资金	15628	22468	20852	28029	29603	营业成本	134015	158189	161781	173396	179279
应收账款	3183	3670	2358	2317	2140	营业税金及附加	367	374	516	564	586
其他应收款	0	4761	4915	5367	5576	营业费用	5333	6937	5680	5920	5956
预付款项	414	462	462	462	462	管理费用	5083	5485	5335	5638	5663
存货	3683	4225	4432	4751	4912	财务费用	7453	6767	5284	4710	4320
其他流动资产	3874	4961	5209	5469	5743	研发费用	373	432	344	376	391
非流动资产合计	302968	305082	294693	283777	272245	资产减值损失	222	156	11	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	668	5342	7625
资产总计	335303	345769	333022	330273	320784	营业外收入	1794	1945	2140	2354	2589
流动负债合计	110317	137610	125102	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	2678	7553	10056
应付账款	18595	19539	17729	19002	19647	所得税	-91	845	134	378	1006
预收款项	0	36	36	36	36	净利润	-1569	-2450	2544	7175	9050
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	1880	6312	7928
长期借款	80778	77837	76837	75837	65837	主要财务比率					
应付债券	9197	6000	5700	5415	5144						
负债合计	300015	304824	289534	279609	261069	成长能力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	-1942	-4202	-3538	-2675	-1553	营业收入增长	166.74	18.14%	3.24%	9.20%	3.90%
实收资本 (或股本)	16201	17448	17448	17448	17448	营业利润增长	-92.79%	3.24%	-119.47	699.64	42.72%
资本公积	39588	46151	46151	46151	46151	归属于母公司净利润增长	-97.29%	-77.32%	-892.15	235.78	25.61%
未分配利润	-30495	-30744	-28864	-22552	-14624	获利能力					
归属母公司股东权益合计	37230	45147	47027	53339	61268	毛利率 (%)	5.02%	5.10%	6.00%	7.74%	8.19%
负债和所有者权益	335303	345769	333022	330273	320784	净利率 (%)	-1.11%	-1.47%	1.48%	3.82%	4.63%
现金流量表						总资产净利润 (%)	-0.31%	-0.07%	0.56%	1.91%	2.47%
						ROE (%)	-2.81%	-0.53%	4.00%	11.83%	12.94%
经营活动现金流	35418	34546	31544	37460	39373	偿债能力					
净利润	-1569	-2450	2544	7175	9050	资产负债率 (%)	89%	88%	87%	85%	81%
折旧摊销	27200	29202	26136	27339	28531	流动比率	0.29	0.30	0.31	0.39	0.44
财务费用	7453	6767	5284	4710	4320	速动比率	0.26	0.26	0.27	0.35	0.39
应收账款减少	-1533	-487	1313	41	177	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	0.51	0.57	0.60
投资活动现金流	-15246	-17863	-15299	-15220	-15078	应收账款周转率	58.40	48.65	57.10	80.41	87.62
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	应付账款周转率	9.34	8.74	9.24	10.23	10.10
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	0.11	0.36	0.45
筹资活动现金流	-15847	-10558	-17860	-15064	-22720	每股净现金流 (最新摊薄)	0.27	0.35	-0.09	0.41	0.09
应付债券增加	-1997	-3197	-300	-285	-271	每股净资产 (最新摊薄)	2.30	2.59	2.70	3.06	3.51
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	-107.86	-755.00	70.08	20.87	16.62
资本公积增加	13317	6563	0	0	0	P/B	3.29	2.92	2.80	2.47	2.15
现金净增加额	4325	6125	-1615	7176	1575	EV/EBITDA	10.37	10.55	9.23	8.48	7.37

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	快递 7 月数据点评：反内卷力度超预期，助力价格战逐步缓和	2025-08-21
行业普通报告	航空机场 7 月数据点评：客座率环比略降，静待反内卷政策推进	2025-08-19
行业深度报告	港口行业专题报告：从财务指标出发看港口分红提升潜力	2025-08-02
行业普通报告	快递 6 月数据点评：业务量增速分化明显，关注反内卷后续影响	2025-07-22
行业普通报告	航空机场 6 月数据点评：航司运力投放较为克制，东航客座率逆势抬升	2025-07-17
行业普通报告	快递 5 月数据点评：顺丰增速继续领跑，价格竞争激烈度维持较高水平	2025-06-23
行业普通报告	航空机场 5 月数据点评：客座率维持高水平，旺季弹性初步体现	2025-06-18
行业深度报告	交通运输行业 2025 年中期投资展望：重视周期底部行业的价格弹性	2025-06-12
公司普通报告	中国国航（601111.SH）：亏损持续缩窄，关注后续票价改善	2025-04-09
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益关系。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	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526