

盈利落于预告上沿，油价回落缓解成本上涨压力

2025 年 09 月 02 日

► **2025 年 8 月 28 日公司发布 2025 年中报：**2025H1 公司营收 808 亿元，同比+1.6%，归母净亏 18.1 亿元（24H1 归母净亏 27.8 亿元），扣非归母净亏 20.0 亿元（24H1 扣非归母净亏 34.4 亿元）。25Q2 公司营收 407 亿元，同比+3.2%，归母净利 2.4 亿元（24Q2 归母净亏 11.1 亿元），扣非归母净利 1.2 亿元（24Q2 扣非归母净亏 17.3 亿元），落于业绩预告上沿。上半年看，尽管全行业国内航线价格同比承压、成本刚性，但油价和财务费用下降以及汇率升值共同推动利润同比改善。

► **国内航线延续行业性以价换量特征，公司主动适应市场致使国内客收同比回落。**上半年国内航线受到行业需求结构变化和竞争影响票价有所承压，25H1 公司国内客公里收益同比-6.2%、客座率同比+2.2pcts，我们认为是公司在价格敏感的市场环境下主动调节定价策略，使得公司收入端表现受到压制，1H25 公司整体客运收入同比持平，国内客运收入同比-4.9%。

► **单位扣油成本体现出一定成本刚性，上半年同比上涨，油价回落缓解单位成本上涨压力。**我们测算公司 25Q1/25Q2 单位扣油成本分别为 0.30/0.31 元，同比+3.0%/+4.6%、较 19Q1/19Q2 同比+12%/+19%，同比上涨且持续处于较高水平；我们测算单位燃油成本分别为 0.15/0.12 元，受益油价下降同比-5.0%/-21.6%。综合来看 25Q1/25Q2 单位成本同比+0.2%/-4.4%，油价下降是推动成本端改善的主要原因，单位扣油成本则仍面临一定上涨压力。

► **美元债务规模下降，财务费用稳步改善。**25H1 公司资产负债率上升 0.84pct 至 89.0%，美元计价债务较 2024 年底-13.4%，公司推动债务期限改变，截至 2025 年 6 月底短期债务较 2024 年底下降 16.6%，长期债务较 2024 年底上升 10.8%，亦有助于降低利息支出，25H1 公司利息支出同比下降 3.75 亿元，此外 25H1 汇率升值公司确认汇兑收益 1.76 亿元，共同推动财务费用同比下降 27%。

► **拟增资深圳航空解决子公司资不抵债问题，公司将维持子公司持股比例和控股地位。**子公司深圳航空 2022 年后持续处于资不抵债状态，截至 2025 年 7 月深圳航空净资产-141 亿元，本次深圳航空拟融资 160 亿元，公司按 51%持股比例认购增发股份，对深圳航空增资总金额不超过 81.6 亿元，两期增资完毕后将提升子公司资本实力并维持公司控股地位，我们认为本次增发能够提升深圳航空经营能力并提升国航整体航线网络的竞争力，对上市公司现金流影响可控。

► **投资建议：**看好行业价格底部回升，但考虑到暑期旺季价格数据平淡，我们下调 2025 年归母净利至 10.4 亿元，维持 2026-2027 年 59.8、82.2 亿元，当前国航 A 股价对应 2025-2027 年 125、22、16 倍市盈率。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**公商务需求恢复不及预期；油价大幅上涨；人民币汇率波动；飞机故障造成大面积停飞。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	166,699	179,301	189,725	198,753
增长率 (%)	18.1	7.6	5.8	4.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	-237	1,041	5,984	8,224
增长率 (%)	77.3	538.6	474.9	37.4
每股收益 (元)	-0.01	0.06	0.34	0.47
PE	/	125	22	16
PB	2.9	2.9	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.48 元


分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@glms.com.cn

分析师 张骁瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@glms.com.cn

研究助理 陈佳裕

执业证书：S0100124110008

邮箱：chenjiayu@glms.com.cn

相关研究

1.中国国航 (601111.SH) 2024 年年报点评：归母同比减亏，保价策略有望充分受益经济回升-2025/04/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	166,699	179,301	189,725	198,753
营业成本	158,189	166,637	170,554	176,346
营业税金及附加	374	359	379	398
销售费用	6,937	6,813	7,210	7,553
管理费用	5,485	5,379	5,692	5,963
研发费用	432	448	474	497
EBIT	-427	4,321	10,249	13,259
财务费用	6,767	6,164	6,122	6,054
资产减值损失	-156	-164	-169	-171
投资收益	2,897	2,869	2,846	2,385
营业利润	-3,432	951	6,899	9,519
营业外收支	1,827	100	100	100
利润总额	-1,605	1,051	6,999	9,619
所得税	845	105	700	962
净利润	-2,450	946	6,299	8,657
归属于母公司净利润	-237	1,041	5,984	8,224
EBITDA	28,775	33,897	40,526	44,203

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	22,468	32,175	31,749	33,718
应收账款及票据	3,678	4,976	5,265	5,515
预付款项	462	667	682	705
存货	4,225	4,629	4,738	4,899
其他流动资产	9,854	10,126	10,415	10,666
流动资产合计	40,687	52,572	52,849	55,504
长期股权投资	16,917	16,917	16,917	16,917
固定资产	109,655	112,442	114,086	116,055
无形资产	5,938	5,984	6,173	6,343
非流动资产合计	305,082	311,879	317,545	323,583
资产合计	345,769	364,450	370,394	379,086
短期借款	16,876	16,876	15,876	15,876
应付账款及票据	19,539	18,515	18,950	19,594
其他流动负债	101,195	107,035	105,634	105,417
流动负债合计	137,610	142,427	140,461	140,887
长期借款	77,837	79,837	75,837	69,837
其他长期负债	89,377	100,995	106,605	112,215
非流动负债合计	167,214	180,832	182,442	182,052
负债合计	304,824	323,259	322,903	322,939
股本	17,448	17,448	17,448	17,448
少数股东权益	-4,202	-4,297	-3,982	-3,549
股东权益合计	40,945	41,192	47,491	56,148
负债和股东权益合计	345,769	364,450	370,394	379,086

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.14	7.56	5.81	4.76
EBIT 增长率	-233.17	1112.55	137.17	29.37
净利润增长率	77.32	538.62	474.93	37.42
盈利能力 (%)				
毛利率	5.10	7.06	10.10	11.27
净利率	-0.14	0.58	3.15	4.14
总资产收益率 ROA	-0.07	0.29	1.62	2.17
净资产收益率 ROE	-0.53	2.29	11.63	13.78
偿债能力				
流动比率	0.30	0.37	0.38	0.39
速动比率	0.22	0.30	0.30	0.32
现金比率	0.16	0.23	0.23	0.24
资产负债率 (%)	88.16	88.70	87.18	85.19
经营效率				
应收账款周转天数	7.40	8.68	9.72	9.76
存货周转天数	9.00	9.56	9.89	9.84
总资产周转率	0.49	0.50	0.52	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	-0.01	0.06	0.34	0.47
每股净资产	2.59	2.61	2.95	3.42
每股经营现金流	1.98	2.04	2.32	2.54
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	125	22	16
PB	2.9	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	11.22	9.52	7.96	7.30
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-2,450	946	6,299	8,657
折旧和摊销	29,202	29,576	30,277	30,944
营运资金变动	3,311	1,634	325	735
经营活动现金流	34,546	35,509	40,543	44,363
资本开支	-18,431	-15,884	-15,350	-16,086
投资	-921	0	0	0
投资活动现金流	-17,863	-13,012	-12,504	-13,701
股权募资	7,812	0	0	0
债务募资	67,311	9,914	-6,000	-6,000
筹资活动现金流	-10,558	-12,790	-28,465	-28,692
现金净流量	6,023	9,707	-426	1,970

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048