

## 中国国航 (601111.SH)

## 国际线运力持续修复，Q2 淡季扭亏为盈

公司公告 2025 年上半年业绩，实现营业收入 807.6 亿元，同比增长 1.6%，归母净利润 18.1 亿元，同比减亏 9.8 亿元；其中 Q2 营业收入 407.3 亿元，同比增长 3.2%，环比增长 1.8%，归母净利润 2.4 亿元，上年同期为净亏损 11.1 亿元，实现单季度扭亏为盈。

□ 25H1 归母净利大幅减亏，25Q2 实现扭亏为盈。2025 上半年公司实现营业收入 807.6 亿元，同比增长 1.6%，归母净亏损 18.1 亿元，同比减亏 9.8 亿元，扣非归母净亏损 20 亿元，同比减亏 14.4 亿元；其中 Q2 营业收入 407.3 亿元，同比增长 3.2%，环比增长 1.8%，归母净利润 2.4 亿元，上年同期为净亏损 11.1 亿元，实现单季度扭亏为盈，扣非归母净利润 1.2 亿元，上年同期为净亏损 17.3 亿元。

□ 国际线运力稳步提升，国内线运力微降，支撑客座率回升。从经营数据看，2025 年上半年：1) 公司 ASK/RPK 分别同比+3.4%/+5.2%，客座率同比+1.4pct 至 80.7%；2) 国内线 ASK/RPK 分别同比-1.3%/+1.4%，国内客座率同比+2.2pct 至 82.8%；3) 国际线 ASK/RPK 分别同比+16.7%/17%，国际客座率同比+0.2pct 至 76.5%；4) 机队飞机日利用率 8.76 小时，同比减少 0.03 小时。其中 Q2：1) 公司 ASK/RPK 分别同比+4.1%/+7%，客座率同比+2.2pct 至 81.2%；2) 国内线 ASK/RPK 分别同比+1.1%/+4.6%，国内客座率同比+2.8pct 至 83.6%；3) 国际线 ASK/RPK 分别同比+12.4%/+14.2%，国际客座率同比+1.2pct 至 76.5%。

□ 货运收入随国际线修复稳步提升，国泰贡献稳定利润。分业务板块看，上半年航空客运收入 732 亿元，同比增长 0.08%；货运及邮运收入 35.8 亿元，同比增长 7.5%；其他业务收入 39.8 亿元，同比增长 30.4%。上半年公司投资收益达 13.7 亿元，同比增长 13.9%，其中国泰航空贡献权益法核算收益 11.7 亿元，同比增长 9.9%。

□ 国内线客收下滑，国际线收益稳定。收入端：2025H1 客公里收益同比减少 4.9%至 0.511 元，其中国内线同比减少 6.2%，国际线同比减少 0.8%，但仍超 19 年同期 19.6%。

□ 单位成本下降叠加运营效率提升，盈利水平改善明显。成本端：受益于客座率回升及油料成本改善，25H1 单位座公里成本同比减少 2.2%，其中座公里航油成本同比减少 13.3%，座公里扣油成本同比增长 3.8%。利润端：受益于国际线修复，RPK 稳步增长，对冲客收下降趋势，叠加成本端航油改善显著，公司实现毛利润 24.1 亿元，同比增长 17.4%。

□ 汇兑利息费用改善明显，单位费用持续压降。2025H1 公司四项费用为 88.4 亿元，同比减少 7.4%，主要系受益于利息支出及汇兑损益的改善，费用占比同比下降 1.1pct 至 10.9%；其中利息支出为 28.9 亿元，同比减少 3.75 亿元；汇兑损益受益于人民币升值，实现汇兑净收益 1.76 亿元，24 年同期为汇兑净损失 3.6 亿元。

□ 投资观点：卡位优质核心枢纽，长期优势不变。展望 25 年，预计公司仍将受益于国际航班修复、油价下降、行业供需再平衡及自身运营效率提升，有望实现收益水平企稳、盈利能力逐步回升，但受短期商务出行需求疲软，旺季运价承压影响，我们下调公司 2025-27 年归母净利润至为 15.3/34.7/38.9 亿

## 增持 (维持)

周期/交通运输

目标估值：NA

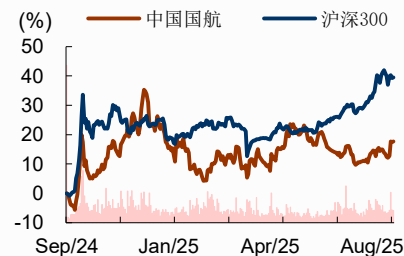
当前股价：7.73 元

## 基础数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本 (百万股)    | 17448      |
| 已上市流通股 (百万股) | 11638      |
| 总市值 (十亿元)    | 134.9      |
| 流通市值 (十亿元)   | 90.0       |
| 每股净资产 (MRQ)  | 2.4        |
| ROE (TTM)    | 1.7        |
| 资产负债率        | 89.0%      |
| 主要股东         | 中国航空集团有限公司 |
| 主要股东持股比例     | 42.53%     |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m  | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | 6  | 3   | 14  |
| 相对表现 | -2 | -10 | -25 |



## 相关报告

- 《中国国航 (601111) —Q4 受益油价下降、毛利转正，关注商务客流及国际线恢复》2025-04-09
- 《中国国航 (601111) —Q3 归母净利润超预期，全年有望实现扭亏为盈》2024-10-31
- 《中国国航 (601111) —国内票价承压，未来关注商务出行与国际线修复情况》2024-08-31

王春环 S1090524060003  
wangchunhuan@cmschina.com.cn  
孙修远 S1090524070005  
sunxiuyuan@cmschina.com.cn  
肖欣晨 S1090522010001  
xiaoxinchen@cmschina.com.cn  
刘若琮 S1090524110003  
liuruocong@cmschina.com.cn  
张瑜玲 S1090525060006  
zhangyuling2@cmschina.com.cn

元。短期建议关注反内卷公约下淡季票价韧性、商务出行需求和国际航班恢复进度。长期来看，我们认为公司以首都机场为主的四角菱形机场枢纽覆盖了中国经济最发达、人口密度最高的区域，卡位优质核心枢纽，掌握北京两舱市场主要客源，有望持续受益于商旅出行和国际长航线的修复。维持公司“增持”评级。

□风险提示：宏观经济下行风险；需求不及预期；油价大幅上涨；人民币大幅贬值。

#### 财务数据与估值

| 会计年度       | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 141100 | 166699 | 166391 | 173625 | 179451 |
| 同比增长       | 167%   | 18%    | -0%    | 4%     | 3%     |
| 营业利润(百万元)  | (3324) | (3432) | (1226) | 2896   | 3783   |
| 同比增长       | -93%   | 3%     | -64%   | -336%  | 31%    |
| 归母净利润(百万元) | (1046) | (237)  | 1529   | 3469   | 3893   |
| 同比增长       | -97%   | -77%   | -744%  | 127%   | 12%    |
| 每股收益(元)    | -0.06  | -0.01  | 0.09   | 0.20   | 0.22   |
| PE         | -128.9 | -568.4 | 88.2   | 38.9   | 34.6   |
| PB         | 3.6    | 3.0    | 2.9    | 2.7    | 2.5    |

资料来源：公司数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | 32335         | 40687         | 32832         | 33842         | 37986         |
| 现金             | 15628         | 22468         | 14675         | 14990         | 18515         |
| 交易性投资          | 3             | 38            | 38            | 38            | 38            |
| 应收票据           | 4             | 8             | 8             | 8             | 8             |
| 应收款项           | 3183          | 3670          | 3644          | 3802          | 3930          |
| 其它应收款          | 5437.91       | 4761          | 4752          | 4959          | 5125          |
| 存货             | 3683          | 4225          | 4208          | 4307          | 4441          |
| 其他             | 4397          | 5518          | 5507          | 5738          | 5929          |
| <b>非流动资产</b>   | 302968        | 305082        | 308408        | 311303        | 313822        |
| 长期股权投资         | 15137         | 16917         | 16917         | 16917         | 16917         |
| 固定资产           | 104971        | 109655        | 114048        | 117896        | 121268        |
| 无形资产商誉         | 9915          | 10036         | 9032          | 8129          | 7316          |
| 其他             | 172945        | 168474        | 168411        | 168361        | 168321        |
| <b>资产总计</b>    | <b>335303</b> | <b>345769</b> | <b>341240</b> | <b>345145</b> | <b>351808</b> |
| <b>流动负债</b>    | 110317        | 137610        | 132819        | 132685        | 134742        |
| 短期借款           | 21363         | 16876         | 82864         | 81913         | 82865         |
| 应付账款           | 19095         | 19539         | 19498         | 19957         | 20579         |
| 预收账款           | 1522          | 1207          | 1205          | 1233          | 1272          |
| 其他             | 68336         | 99988         | 29252         | 29581         | 30027         |
| <b>长期负债</b>    | 189697        | 167214        | 167214        | 167214        | 167214        |
| 长期借款           | 80778         | 77837         | 77837         | 77837         | 77837         |
| 其他             | 108920        | 89377         | 89377         | 89377         | 89377         |
| <b>负债合计</b>    | <b>300015</b> | <b>304824</b> | <b>300033</b> | <b>299899</b> | <b>301956</b> |
| 股本             | 16201         | 17448         | 17448         | 17448         | 17448         |
| 资本公积金          | 39588         | 46151         | 46151         | 46151         | 46151         |
| 留存收益           | (18559)       | (18452)       | (16923)       | (13454)       | (9560)        |
| 少数股东权益         | (1942)        | (4202)        | (5469)        | (4900)        | (4188)        |
| 归属于母公司所有者权益    | 37230         | 45147         | 46676         | 50146         | 54039         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>335303</b> | <b>345769</b> | <b>341240</b> | <b>345145</b> | <b>351808</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023        | 2024        | 2025E         | 2026E      | 2027E       |
|----------------|-------------|-------------|---------------|------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 35418       | 34546       | 12325         | 15487      | 16238       |
| 净利润            | (1569)      | (2450)      | 262           | 4039       | 4605        |
| 折旧摊销           | 11826       | 13680       | 14657         | 15088      | 15465       |
| 财务费用           | 7373        | 6637        | 5036          | 4529       | 4299        |
| 投资收益           | (3047)      | (2897)      | (7620)        | (8292)     | (8618)      |
| 营运资金变动         | 21155       | 18980       | (10)          | 121        | 485         |
| 其它             | (320)       | 597         | 0             | 2          | 1           |
| <b>投资活动现金流</b> | (15246)     | (17863)     | (10364)       | (9692)     | (9366)      |
| 资本支出           | (22769)     | (20104)     | (17984)       | (17984)    | (17984)     |
| 其他投资           | 7524        | 2242        | 7620          | 8292       | 8618        |
| <b>筹资活动现金流</b> | (15847)     | (10558)     | (9754)        | (5480)     | (3347)      |
| 借款变动           | (18183)     | 7721        | (4718)        | (951)      | 951         |
| 普通股增加          | 1676        | 1248        | 0             | 0          | 0           |
| 资本公积增加         | 13317       | 6563        | 0             | 0          | 0           |
| 股利分配           | 0           | 0           | 0             | 0          | 0           |
| 其他             | (12658)     | (26090)     | (5036)        | (4529)     | (4299)      |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>4325</b> | <b>6125</b> | <b>(7793)</b> | <b>315</b> | <b>3525</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023          | 2024         | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|------------------|---------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>     | 141100        | 166699       | 166391      | 173625      | 179451      |
| 营业成本             | 134015        | 158189       | 157857      | 161575      | 166608      |
| 营业税金及附加          | 367           | 374          | 374         | 390         | 403         |
| 营业费用             | 5333          | 6937         | 6924        | 7225        | 7468        |
| 管理费用             | 5083          | 5485         | 5475        | 5713        | 5905        |
| 研发费用             | 373           | 432          | 431         | 450         | 465         |
| 财务费用             | 7453          | 6767         | 5036        | 4529        | 4299        |
| 资产减值损失           | 702           | 861          | 861         | 861         | 861         |
| 公允价值变动收益         | (1)           | 0            | 0           | 0           | 0           |
| 其他收益             | 4451          | 4296         | 4461        | 4627        | 4770        |
| 投资收益             | 3047          | 2897         | 3158        | 3665        | 3848        |
| <b>营业利润</b>      | (3324)        | (3432)       | (1226)      | 2896        | 3783        |
| 营业外收入            | 1794          | 1945         | 1556        | 1245        | 996         |
| 营业外支出            | 131           | 118          | 40          | 40          | 40          |
| <b>利润总额</b>      | (1660)        | (1605)       | 290         | 4100        | 4739        |
| 所得税              | (91)          | 845          | 29          | 61          | 133         |
| 少数股东损益           | (523)         | (2213)       | (1267)      | 570         | 712         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>(1046)</b> | <b>(237)</b> | <b>1529</b> | <b>3469</b> | <b>3893</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023   | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |        |        |       |       |       |
| 营业总收入          | 167%   | 18%    | -0%   | 4%    | 3%    |
| 营业利润           | -93%   | 3%     | -64%  | -336% | 31%   |
| 归母净利润          | -97%   | -77%   | -744% | 127%  | 12%   |
| <b>获利能力</b>    |        |        |       |       |       |
| 毛利率            | 5.0%   | 5.1%   | 5.1%  | 6.9%  | 7.2%  |
| 净利率            | -0.7%  | -0.1%  | 0.9%  | 2.0%  | 2.2%  |
| ROE            | -3.4%  | -0.6%  | 3.3%  | 7.2%  | 7.5%  |
| ROIC           | 2.5%   | 2.1%   | 1.9%  | 3.1%  | 3.3%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |       |       |       |
| 资产负债率          | 89.5%  | 88.2%  | 87.9% | 86.9% | 85.8% |
| 净负债比率          | 42.5%  | 47.8%  | 47.1% | 46.3% | 45.7% |
| 流动比率           | 0.3    | 0.3    | 0.2   | 0.3   | 0.3   |
| 速动比率           | 0.3    | 0.3    | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.4    | 0.5    | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 存货周转率          | 42.9   | 40.0   | 37.4  | 37.9  | 38.1  |
| 应收账款周转率        | 58.3   | 48.6   | 45.4  | 46.5  | 46.3  |
| 应付账款周转率        | 8.7    | 8.2    | 8.1   | 8.2   | 8.2   |
| <b>每股资料(元)</b> |        |        |       |       |       |
| EPS            | -0.06  | -0.01  | 0.09  | 0.20  | 0.22  |
| 每股经营净现金        | 2.03   | 1.98   | 0.71  | 0.89  | 0.93  |
| 每股净资产          | 2.13   | 2.59   | 2.68  | 2.87  | 3.10  |
| 每股股利           | 0.00   | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |       |       |       |
| PE             | -128.9 | -568.4 | 88.2  | 38.9  | 34.6  |
| PB             | 3.6    | 3.0    | 2.9   | 2.7   | 2.5   |
| EV/EBITDA      | 23.9   | 22.4   | 20.2  | 16.5  | 15.8  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。