

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) 2025 年中报点评: Q2 归母净利扭亏, 静待公司座收回升

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

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 年三季度报点评: 盈利能力待修复, 关注出行景气度回升

2025 年 11 月 01 日

事件: 中国国航发布 2025 年三季度报。2025 年前三季度, 公司实现营业收入 1298 亿元, 同比+1.3%; 对应录得归母净利润 18.70 亿元, 同比+37.3%。

点评:

➤ **Q3 营收微增, 归母净利润同比下降。**单季度看, 2025 年 Q1/Q2/Q3 公司营收分别为 400/407/491 亿元, 同比分别-0.1%/+3.2%/+0.9%, 对应归母净利分别为-20.44/2.38/36.76 亿元, 同比分别-22.07%/+121.51%/-11.31%, 三季度利润受票价下跌及成本影响同比有所下降。

➤ **运力小幅增长, 客座率高位提升, 基本恢复到 19 年水平。**

1) 运力: 25Q3 国航总 ASK 同比+1.9%, 其中国内/国际/地区线 ASK 同比分别-0.6%/+9.3%/-3.6%, 国际及地区线 ASK 恢复到 19 年同期 92.8%。

2) 周转量: 25Q3 公司总 RPK 同比+3.6%, 其中国内/国际/地区线 RPK 同比分别+1.0%/+11.3%/-0.2%, 国际及地区线 RPK 恢复到 19 年同期 90.2%。

3) 客座率: 25Q3 公司综合/国内/国际/地区线客座率分别为 82.3%/83.7%/79.4%/76.8%, 同比分别+1.3/+1.3/+1.5/+2.6pct, 较 19 年同期分别-0.2/-0.3/-1.0/+2.2pct。

4) 机队规模: 截至 25Q3 末公司机队规模达到 946 架, 前三季度净增长 16 架飞机。

➤ **票价跌幅好于行业, 油价下行带动单位成本下降。**

1) 票价: 25Q3 国航单位 RPK 收入实现 0.607 元, 同比-2.6%; 实现单位 ASK 收入 0.499 元, 同比-1.0%, 票价跌幅好于行业。

2) 成本: 25Q3 国航单位 ASK 成本 0.431 元, 同比-1.8%; 受益于航油均价下降, 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; 单位成本降幅有限。

➤ **大股东定增补充资本金, 看好公司盈利能力持续改善。**

公司披露定增预案, 拟向大股东中航集团和控股股东关联方中航控股发行股票, 中航集团拟认购不低于人民币 50 亿元, 中航控股拟认购不超过人民币 150 亿; 募集资金净额拟用于偿还债务和补充流动资金, 助力公司提升经营效率和盈利能力, 提振市场信心。行业未来供给依然偏紧, 需求稳增背景下, 票价及航司座收有望持续修复, 带来业绩高弹性, 看好公司盈利水平稳步回升。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利 12.31、64.34、86.04 亿元，同比分别+618.8%、+422.6%、+33.7%，对应每股收益分别为 0.07、0.37、0.49 元，10 月 31 日收盘价对应 PE 分别为 111.39、21.32、15.94 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	169,617	188,489	197,965
增长率 YoY %	166.7%	18.1%	1.8%	11.1%	5.0%
归属母公司净利润 (百万元)	-1,046	-237	1,231	6,434	8,604
增长率 YoY%	97.3%	77.3%	618.8%	422.6%	33.7%
毛利率%	5.0%	5.1%	5.8%	10.6%	11.5%
净资产收益率ROE%	-2.8%	-0.5%	2.7%	12.3%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	-0.06	-0.01	0.07	0.37	0.49
市盈率 P/E(倍)	—	—	111.39	21.32	15.94
市净率 P/B(倍)	3.68	3.04	2.98	2.62	2.25

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	32,335	40,687	48,519	40,447	41,067	
货币资金	15,628	22,468	28,543	18,327	17,520	
应收票据	4	8	8	26	27	
应收账款	3,183	3,670	3,764	4,228	4,486	
预付账款	414	462	639	590	665	
存货	3,683	4,225	4,801	4,983	5,232	
其他	9,423	9,854	10,762	12,293	13,135	
非流动资产	302,968	305,082	310,009	314,987	327,409	
长期股权投	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	168,103	164,335	158,108	
资产总计	335,303	345,769	358,527	355,433	368,476	
流动负债	110,317	137,610	132,944	126,732	124,934	
短期借款	21,363	16,876	9,876	7,876	10,376	
应付票据	500	0	0	0	0	
应付账款	18,595	19,539	21,300	23,399	24,323	
其他	69,859	101,195	101,768	95,457	90,235	
非流动负债	189,697	167,214	184,374	180,374	185,674	
长期借款	80,778	77,837	72,837	70,837	72,337	
其他	108,920	89,377	111,537	109,537	113,337	
负债合计	300,015	304,824	317,318	307,106	310,608	
少数股东权益	-1,942	-4,202	-4,815	-4,100	-3,144	
归属母公司股东权益	37,230	45,147	46,024	52,428	61,011	
负债和股东权益	335,303	345,769	358,527	355,433	368,476	

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	169,617	188,489	197,965	
同比 (%)	166.7%	18.1%	1.8%	11.1%	5.0%	
归属母公司净利润	-1,046	-237	1,231	6,434	8,604	
同比	97.3%	77.3%	618.8%	422.6%	33.7%	
毛利率 (%)	5.0%	5.1%	5.8%	10.6%	11.5%	
ROE%	-2.8%	-0.5%	2.7%	12.3%	14.1%	
EPS (摊薄)(元)	-0.06	-0.01	0.07	0.37	0.49	
P/E	—	—	111.39	21.32	15.94	
P/B	3.68	3.04	2.98	2.62	2.25	
EV/EBITDA	11.59	12.03	11.54	8.40	7.39	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	141,100	166,699	169,617	188,489	197,965	
营业成本	134,015	158,189	159,746	168,471	175,124	
营业税金及附加	367	374	424	490	515	
销售费用	5,333	6,937	6,785	7,540	8,117	
管理费用	5,083	5,485	5,597	6,409	6,929	
研发费用	373	432	441	471	475	
财务费用	7,453	6,767	5,875	6,789	6,837	
减值损失	-222	-156	-70	-56	-70	
投资净收	3,047	2,897	2,883	3,204	3,365	
其他	5,374	5,313	5,592	6,589	8,107	
营业利润	-3,324	-3,432	-845	8,058	11,371	
营业外收支	1,664	1,827	1,670	1,474	1,375	
利润总额	-1,660	-1,605	825	9,532	12,746	
所得税	-91	845	206	2,383	3,187	
净利润	-1,569	-2,450	618	7,149	9,560	
少数股东损益	-523	-2,213	-613	715	956	
归属母公司净利润	-1,046	-237	1,231	6,434	8,604	
EBITDA	27,521	28,775	29,066	39,735	45,679	
EPS (当年)(元)	-0.07	-0.01	0.07	0.37	0.49	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	35,418	34,546	35,325	29,975	35,458	
净利润	-1,569	-2,450	618	7,149	9,560	
折旧摊销	27,200	29,202	22,367	23,415	26,096	
财务费用	7,373	6,637	6,555	6,417	6,483	
投资损失	-3,047	-2,897	-3,047	-2,897	-2,883	
营运资金变动	5,534	3,311	11,310	-1,448	-833	
其它	-72	743	-2,641	-2,353	-2,483	
投资活动现金流	-15,246	-17,863	-21,785	-22,745	-32,561	
资本支出	-21,446	-18,431	-24,982	-25,184	-35,237	
长期投资	5,384	-921	280	-732	-672	
其他	816	1,489	2,917	3,171	3,347	
筹资活动现金流	-15,847	-10,558	-7,430	-17,447	-3,703	
吸收投资	18,393	7,812	0	0	0	
借款	15,326	-7,428	-12,000	-4,000	4,000	
支付利息或股息	-7,531	-6,581	-6,555	-6,417	-6,483	
现金流净增加额	4,409	6,023	6,075	-10,216	-807	



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。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。