

中国国航 (601111.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q3 收益水平下降，业绩小幅下滑

业绩

2025 年 10 月 30 日，中国国航发布 2025 年第三季度报告。2025 年前三季度公司营业收入为 1298 亿元，同比增长 1.3%；归母净利润为 18.7 亿元，同比增长 37.3%。其中 Q3 公司实现营业收入 491 亿元，同比增长 0.9%；实现归母净利润 36.8 亿元，同比下降 11.3%。

经营分析

收益水平同比下降，量增推动收入增长。2025Q3 公司营业收入同比增长 0.9%，主要系量增影响。Q3 公司 RPK 同比增长 3.6%，其中国内线增长 1%，国际线增长 11%，地区线下降 0.2%。Q3 公司客座率同比增长 1pct 至 82%，暑运期间公商务出行需求受影响，依靠客座率提升及 9 月票价改善，Q3 公司单位座公里营业收入同比下降 1%。量增影响大于价减，公司仍取得单季度营收增长。

Q3 单位成本优化，毛利率同比增长。2025Q3 公司毛利率为 13.8%，同比增长 0.7pct，主要系成本改善，受油价下降及周转提升影响，2025Q3 公司单位座公里营业成本为 0.43 元，同比下降 2%。费用率方面，2025Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.5%、2.8%、0.2%、2.6%，合计同比增长 0.7pct，其中财务费用率增长 0.5pct，主要系去年同期录得汇兑收益。Q3 公司录得投资收益 8.6 亿元，同比小幅下降 5%。综上，费用率增长叠加上年同期录得 2 亿元资产处置收益，2025Q3 公司归母净利率为 7.5%，同比下降 1pct。

发布定增预案，有望提升服务能力。10 月 30 日公司公告定增预案，发行对象为中航集团和中航控股，其中中航集团认购不低于人民币 50 亿元，中航控股认购不超过人民币 150 亿元，合计不超过 200 亿元，发行价格为 6.57 元/股，扣除相关发行费用后的募集资金净额拟全额用于偿还债务和补充流动资金，有望提升公司航空运输服务能力、优化资产负债结构，控股股东及关联方认购也彰显发展信心。

盈利预测与评级

维持 2025 年净利润预测 8 亿元，考虑供需优化，上调 2026-2027 年净利润预测至 77 亿元、115 亿元（原 60 亿元/93 亿元）。维持“买入”评级。

风险提示

需求恢复不及预期风险，汇率波动风险，油价上涨风险，增发摊薄风险，安全事故风险。

交通运输组

分析师：郑树明（执业 S1130521040001）

zhengshuming@gjzq.com.cn

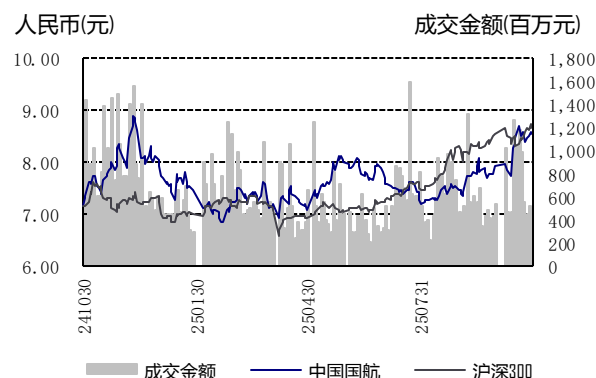
分析师：王凯捷（执业 S1130522070001）

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价（人民币）：8.55 元

相关报告：

- 《中国国航公司点评：裸票提升油价下降，Q2 实现扭亏为盈》，2025.8.30
- 《中国国航公司点评：量增推动收入增长，全年同比减亏》，2025.3.28
- 《中国国航公司点评：Q3 出行需求旺盛，净利仅小幅下滑》，2024.10.31



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	141,100	166,699	170,481	192,022	207,108
营业收入增长率	166.74%	18.14%			
			2.27%	12.64%	7.86%
归母净利润(百万元)	-1,046	-237	796	7,675	11,522
归母净利润增长率	-97.29%	-77.32%	N/A	863.84%	50.12%
摊薄每股收益(元)	-0.065	-0.014	0.046	0.440	0.660
每股经营性现金流净额	2.19	1.98	2.04	2.70	2.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	-2.81%	-0.53%	1.75%	15.33%	20.23%
P/E	-113.64	-581.60	172.23	17.87	11.90
P/B	3.19	3.06	3.02	2.74	2.41

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	52,898	141,100	166,699	170,481	192,022	207,108
增长率		166.7%	18.1%	2.3%	12.6%	7.9%
主营业务成本	-82,812	-134,015	-158,189	-158,985	-167,871	-177,111
%销售收入	156.6%	95.0%	94.9%	93.3%	87.4%	85.5%
毛利	-29,915	7,086	8,510	11,496	24,151	29,997
%销售收入	n.a	5.0%	5.1%	6.7%	12.6%	14.5%
营业税金及附加	-156	-367	-374	-431	-485	-523
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-3,530	-5,333	-6,937	-7,454	-8,396	-9,055
%销售收入	6.7%	3.8%	4.2%	4.4%	4.4%	4.4%
管理费用	-4,799	-5,083	-5,485	-5,513	-6,210	-6,698
%销售收入	9.1%	3.6%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用	-244	-373	-432	-402	-453	-489
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	-38,643	-4,070	-4,719	-2,304	8,607	13,232
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	4.5%	6.4%
财务费用	-10,335	-7,453	-6,767	-5,372	-5,255	-4,877
%销售收入	19.5%	5.3%	4.1%	3.2%	2.7%	2.4%
资产减值损失	-45	-247	-146	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	0
投资收益	-27	3,047	2,897	2,639	2,719	2,713
%税前利润	n.a	-183.5%	-180.5%	-2342.0%	24.0%	16.4%
营业利润	-46,085	-3,324	-3,432	-613	10,830	16,069
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	5.6%	7.8%
营业外收支	205	1,664	1,827	500	500	500
税前利润	-45,880	-1,660	-1,605	-113	11,330	16,569
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	5.9%	8.0%
所得税	704	91	-845	28	-2,832	-4,142
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%
净利润	-45,176	-1,569	-2,450	-84	8,497	12,427
少数股东损益	-6,556	-523	-2,213	-881	823	905
归属于母公司的净利润	-38,619	-1,046	-237	796	7,675	11,522
净利率	n.a	n.a	n.a	0.5%	4.0%	5.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-45,176	-1,569	-2,450	-84	8,497	12,427
少数股东损益	-6,556	-523	-2,213	-881	823	905
非现金支出	21,359	27,447	29,348	30,529	31,959	33,819
非经营收益	9,599	3,088	3,358	2,849	2,808	2,794
营运资金变动	-2,544	6,453	4,289	2,290	3,836	2,328
经营活动现金净流	-16,762	35,418	34,546	35,584	47,100	51,368
资本开支	-6,965	-21,446	-18,431	-14,139	-14,819	-22,992
投资	-424	-8	-921	0	0	0
其他	505	820	1,490	2,639	2,719	2,713
投资活动现金净流	-6,884	-20,633	-17,862	-11,501	-12,100	-20,279
股权募资	0	18,393	7,812	0	0	0
债权募资	42,239	-1,309	7,334	-13,305	-13,917	0
其他	-6,580	-7,531	-6,582	-6,677	-9,097	-10,616
筹资活动现金净流	35,659	9,553	8,563	-19,982	-23,014	-10,616
现金净流量	12,222	24,422	25,145	4,101	11,986	20,474

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,436	15,628	22,468	23,739	32,695	49,849
应收款项	4,465	8,624	8,439	8,725	9,828	10,600
存货	2,558	3,683	4,225	3,974	4,196	4,427
其他流动资产	3,787	4,399	5,555	5,534	5,302	5,584
流动资产	22,245	32,335	40,687	41,971	52,020	70,459
%总资产	7.5%	9.6%	11.8%	12.4%	15.3%	19.6%
长期投资	14,825	19,252	21,354	21,354	21,354	21,354
固定资产	119,278	143,379	146,423	146,425	146,237	153,090
%总资产	40.4%	42.8%	42.3%	43.3%	43.1%	42.7%
无形资产	5,652	10,201	10,350	10,492	10,616	10,723
非流动资产	272,766	302,968	305,082	296,469	287,245	288,419
%总资产	92.5%	90.4%	88.2%	87.6%	84.7%	80.4%
资产总计	295,011	335,303	345,769	338,440	339,265	358,878
短期借款	57,211	61,587	87,583	71,688	57,770	57,770
应付款项	24,760	35,181	30,614	33,099	35,023	36,979
其他流动负债	10,512	13,549	19,414	16,054	18,510	19,784
流动负债	92,483	110,317	137,610	120,840	111,303	114,533
长期贷款	66,869	80,778	77,837	77,837	77,837	77,837
其他长期负债	114,100	108,920	89,377	99,399	104,332	112,898
负债	273,451	300,015	304,824	298,076	293,473	305,268
普通股股东权益	23,609	37,230	45,147	45,448	50,053	56,966
其中：股本	14,525	16,201	17,448	17,448	17,448	17,448
未分配利润	-29,309	-30,495	-30,744	-30,266	-25,661	-18,748
少数股东权益	-2,049	-1,942	-4,202	-5,083	-4,260	-3,356
负债股东权益合计	295,011	335,303	345,769	338,440	339,265	358,878

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-2.659	-0.065	-0.014	0.046	0.440	0.660
每股净资产	1.625	2.298	2.587	2.605	2.869	3.265
每股经营现金净流	-1.154	2.186	1.980	2.039	2.699	2.944
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.018	0.176	0.264
回报率						
净资产收益率	-163.58%	-2.81%	-0.53%	1.75%	15.33%	20.23%
总资产收益率	-13.09%	-0.31%	-0.07%	0.24%	2.26%	3.21%
投入资本收益率	-24.21%	-2.06%	-3.39%	-0.88%	3.44%	5.08%
增长率						
主营业务收入增长率	-29.03%	166.74%	18.14%	2.27%	12.64%	7.86%
EBIT 增长率	86.84%	-89.47%	15.93%	-51.17%	-473.57%	53.73%
净利润增长率	132.06%	-97.29%	-77.32%	N/A	863.84%	50.12%
总资产增长率	3.12%	13.66%	3.12%	-2.12%	0.24%	5.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.0	6.2	7.5	7.5	7.5	7.5
存货周转天数	10.2	8.5	9.1	9.1	9.1	9.1
应付账款周转天数	55.0	41.2	44.0	44.0	44.0	44.0
固定资产周转天数	596.0	271.5	240.1	234.8	208.1	205.0
偿债能力						
净负债/股东权益	574.36%	385.20%	363.69%	326.39%	237.76%	171.09%
EBIT 利息保障倍数	-3.7	-0.5	-0.7	-0.4	1.6	2.7
资产负债率	92.69%	89.48%	88.16%	88.07%	86.50%	85.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	10	16	40
增持	0	3	7	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.43	1.41	1.41	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-03-29	买入	7.30	N/A
2	2024-08-30	买入	6.91	N/A
3	2024-10-31	买入	7.15	N/A
4	2025-03-28	买入	7.59	N/A
5	2025-08-30	买入	7.55	N/A

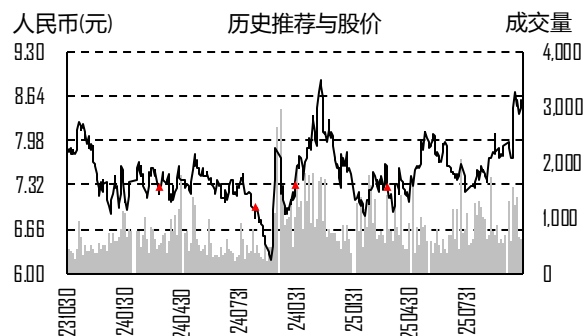
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806