

中国国航(601111)

报告日期: 2025 年 11 月 02 日

Q3 盈利小幅下滑, 静待供需改善

——中国国航 2025 三季度报点评

投资要点

□ Q3 归母净利润 36.8 亿元, 同比-11%, 业绩略低于预期

2025 前三季度, 营业总收入 1298 亿元, 同比+1.3%, 归母净利润 18.7 亿元, 同比+37.3%。其中 25Q3, 营业总收入约 491 亿元, 同比+0.9%, 归母净利润 36.8 亿元, 同比-11.3%, 业绩略低于预期, 我们认为主要因为非油成本高于预期。

□ 经营数据: 25Q3 国内航线运力同比微降, 客座率同比提升

运力供给维持低增长, 客座率持续提升。25Q3 末, 公司机队规模为 946 架, 前三季度净增 16 架。25Q3 公司 ASK、RPK 同比分别+2.0%、+3.6%, 客座率 82.3%, 同比+1pct。其中, 国内航线 ASK 同比-0.5%, 客座率 83.7%, 同比+1pct; 国际航线 ASK 同比+9.4%, 客座率 79.4%, 同比+1pct; 地区航线 ASK 同比-3.5%, 客座率 76.8%, 同比+2pct。

□ 收益分析: 毛利率同比提升 0.7pct, 归母净利润同比-11%

收入端: 25Q3 单位 RPK 营业收入 0.607 元, 同比-2.6%; 单位 ASK 营业收入 0.499 元, 同比-1.0%, 主要因为行业票价下滑。

成本端: 25Q3 座公里成本约 0.431 元, 同比-1.8%。其中, 预估单位 ASK 航油成本同比-11%, 主要系油价下跌; 单位非油成本同比+3%。因单位收益下滑幅度小于单位成本下滑幅度, 公司毛利率同比提升 0.7pct 至 13.8%。

费用端: 25Q3 财务费用 12.6 亿元, 同比增加 2.5 亿元, 主要因为去年同期人民币环比升值幅度更大, 预计汇兑收益规模同比略有减少。

利润端: 25Q3 投资净收益 8.6 亿元, 同比下降约 0.5 亿元, 主要为国泰航空贡献的投资收益; 其他收益同比增加 0.6 亿元, 资产处置收益同比减少 1.9 亿元。因此, 公司 Q3 录得归母净利润 36.8 亿元, 同比-11.3%。

□ 拟向控股股东及其关联方定增不超过 200 亿元, 利于资产负债结构优化

公司披露 A 股定增预案, 拟向控股股东中航集团及关联方中航控股募集不超过 200 亿元; 中航集团拟认购金额不超过 50 亿元, 中航控股拟认购金额不超过 150 亿元, 定增价格为 6.57 元/股。控股股东及关联方全额认购, 彰显发展信心, 此次定增完成有助于公司优化资产负债结构, 增强盈利能力与抗风险能力。

□ 盈利预测与投资建议

中长期来看, 行业供给受限预计较持久, 需求有望稳健增长, 供需关系逆转在即, 票价弹性有望逐步兑现。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别约 6、55、91 亿元, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

需求不及预期、油价大幅上涨、人民币兑美元大幅贬值等。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 李丹

执业证书号: S1230520040003

liidan02@stocke.com.cn

分析师: 李逸

执业证书号: S1230523070008

liyi01@stocke.com.cn

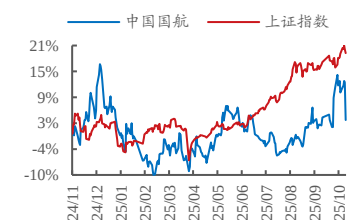
基本数据

收盘价 ¥ 7.86

总市值(百万元) 137,144.59

总股本(百万股) 17,448.42

股票走势图



相关报告

1 《24 年亏损大幅收窄, 盈利周期拐点将至》 2025.03.28

2 《Q3 客座率同比增长 5.5pct, 归母净利润 41 亿元》 2024.11.08

3 《Q2 亏损环比 Q1 收窄, 将加大 C919 引进力度》 2024.08.31

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	166699	167831	178407	188842
(+/-) (%)	18%	1%	6%	6%
归母净利润	-237	622	5531	9061
(+/-) (%)	/	/	789%	64%
每股收益(元)	-0.01	0.04	0.32	0.52
P/E	/	221	25	15

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	40687	34719	36494	45495
现金	22468	17093	18202	26748
交易性金融资产	38	14	18	23
应收账款	3678	4149	4076	4366
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	462	545	512	538
存货	4225	4431	4445	4638
其他	9816	8486	9241	9181
非流动资产	305082	306245	311293	309982
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	16917	14876	15643	15812
固定资产	109655	118007	126482	130158
无形资产	5938	6468	6997	7295
在建工程	36767	29922	25136	20240
其他	135805	136972	137036	136478
资产总计	345769	340964	347788	355478
流动负债	137610	119358	125360	128686
短期借款	16876	19395	20165	18494
应付款项	19539	21167	21616	22063
预收账款	36	75	39	56
其他	101159	78722	83539	88073
非流动负债	167214	179969	174647	168943
长期借款	77837	75837	73837	70837
其他	89377	104132	100810	98106
负债合计	304824	299328	300006	297629
少数股东权益	(4202)	(4133)	(3519)	(2512)
归属母公司股东权	45147	45769	51300	60361
负债和股东权益	345769	340964	347788	355478

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	34546	21297	15404	19334
净利润	(2450)	691	6145	10067
折旧摊销	13694	7692	8676	9548
财务费用	6767	5076	5134	4945
投资损失	(2897)	(3000)	(3200)	(3500)
营运资金变动	158	1053	728	271
其它	19274	9785	(2079)	(1998)
投资活动现金流	(17863)	(3604)	(11177)	(5179)
资本支出	(3044)	(8850)	(11998)	(7964)
长期投资	(1765)	2102	(813)	(159)
其他	(13054)	3144	1635	2944
筹资活动现金流	(10558)	(23069)	(3118)	(5610)
短期借款	(4487)	2519	770	(1671)
长期借款	(2941)	(2000)	(2000)	(3000)
其他	(3130)	(23588)	(1888)	(939)
现金净增加额	6125	(5375)	1110	8545

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	166699	167831	178407	188842
营业成本	158189	156243	161525	168497
营业税金及附加	374	369	375	397
营业费用	6937	7049	7315	7554
管理费用	5485	5538	5709	5854
研发费用	432	420	446	472
财务费用	6767	5076	5134	4945
资产减值损失	146	101	(16)	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2897	3000	3200	3500
其他经营收益	5303	4550	5050	5550
营业利润	(3432)	584	6170	10173
营业外收支	1827	100	100	100
利润总额	(1605)	684	6270	10273
所得税	845	(7)	125	205
净利润	(2450)	691	6145	10067
少数股东损益	(2213)	69	615	1007
归属母公司净利润	(237)	622	5531	9061
EBITDA	15138	14452	21080	25767
EPS (最新摊薄)	(0.01)	0.04	0.32	0.52

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	18.14%	0.68%	6.30%	5.85%
营业利润	-	-	956.16%	64.87%
归属母公司净利润	-	-	789.20%	63.83%
获利能力				
毛利率	5.10%	6.90%	9.46%	10.77%
净利率	-1.47%	0.41%	3.44%	5.33%
ROE	-0.62%	1.51%	12.37%	17.16%
ROIC	0.76%	2.43%	4.24%	5.42%
偿债能力				
资产负债率	88.16%	87.79%	86.26%	83.73%
净负债比率	54.27%	48.32%	49.15%	49.45%
流动比率	0.30	0.29	0.29	0.35
速动比率	0.26	0.25	0.26	0.32
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.49	0.52	0.54
应收账款周转率	48.65	42.44	42.53	43.95
应付账款周转率	8.30	7.71	7.63	7.79
每股指标(元)				
每股收益	-0.01	0.04	0.32	0.52
每股经营现金	1.98	1.22	0.88	1.11
每股净资产	2.59	2.62	2.94	3.46
估值比率				
P/E	-	220.50	24.80	15.14
P/B	3.04	3.00	2.67	2.27
EV/EBITDA	22.45	24.31	16.65	13.23

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>