



中国国航 (601111.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

航油成本高企，国际业务运营指标持续改善

交通运输组

分析师：李丹 (执业 S1130526040004)

lidan6@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.94 元

相关报告：

1. 《中国国航公司点评：业绩符合预期，同比扭亏为盈！》，2026.5.1

2. 《中国国航公司点评：Q3 收益水平下降，业绩小幅下滑》，2025.11.1

业绩简评

2026 年 8 月 30 日公司披露中报。2026 年上半年，公司实现营业收入 892.68 亿元，同比增长 10.54%；归母净亏损 22.86 亿元，同比增亏 4.80 亿元；扣非归母净亏损 27.87 亿元，同比增亏 7.83 亿元。26Q2 归母净亏损约 40.0 亿元。上半年航空油料成本 327.66 亿元，同比增长 34.69%。

经营分析

航油成本增速明显高于收入，盈利短期承压：上半年公司营业成本 888.86 亿元，同比增长 13.45%；航空油料成本同比增长 34.69% 至 327.66 亿元，成本增幅明显高于营业收入。公司客公里收益同比提升 2.74% 至 0.525 元，客座率提升与收益改善对部分成本压力形成对冲。

国际业务量、价及客座率同步改善：上半年公司整体 RPK 同比增长 6.82%，客座率同比提升 4.02 个百分点至 84.74%。其中国际航线 RPK 同比增长 13.98%，客座率同比提升 7.25 个百分点至 83.71%，客公里收益同比增长 3.58%，国际客运收入同比增长 18.07% 至 227.08 亿元。报告期内公司新开及复航 7 条国际航线，“一带一路”相关航线达到 77 条，覆盖 32 个国家。

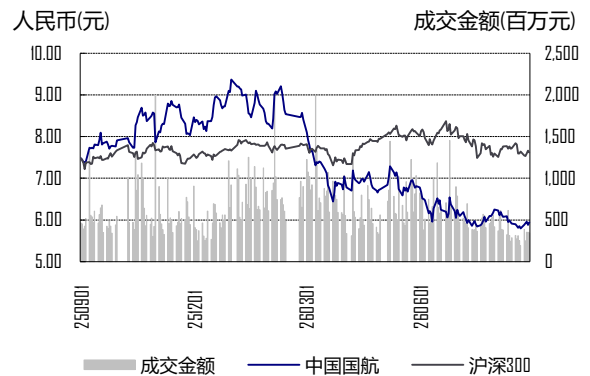
定增落地优化财务结构，增强抗风险能力：公司于 2026 年 6 月完成向控股股东体系定向增发，募集资金 200 亿元；期末资产负债率为 83.87%。上半年财务费用同比下降 31.30%，国泰航空贡献投资收益 11.97 亿元。资本补充、财务费用下降及联营企业收益共同改善公司财务韧性。

盈利预测、估值与评级

我们预测公司 2026/2027/2028 年 EPS 为 -0.270/0.099/0.254 元，公司股票现价对应 PE 估值为 -22.02/59.94/23.38 倍，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，安全事故风险，季节性波动和突发事件风险。



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	166,699	171,485	193,596	208,107	215,895
营业收入增长率	18.14%	2.87%	12.89%	7.50%	3.74%
归母净利润(百万元)	-237	-1,770	-5,527	2,031	5,207
归母净利润增长率	-77.32%	646.04%	212.19%	N/A	156.38%
摊薄每股收益(元)	-0.014	-0.101	-0.270	0.099	0.254
每股经营性现金流净额	1.98	2.41	0.40	1.76	1.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	-0.53%	-4.16%	-15.00%	5.22%	11.81%
P/E	-581.60	-92.35	-22.02	59.94	23.38
P/B	3.06	3.84	3.30	3.13	2.76

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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	141,100	166,699	171,485	193,596	208,107	215,895
增长率		18.1%	2.9%	12.9%	7.5%	3.7%
主营业务成本	-134,015	-158,189	-162,647	-177,977	-181,528	-185,624
%销售收入	95.0%	94.9%	94.8%	91.9%	87.2%	86.0%
毛利	7,086	8,510	8,837	15,619	26,579	30,272
%销售收入	5.0%	5.1%	5.2%	8.1%	12.8%	14.0%
营业税金及附加	-367	-374	-417	-387	-416	-432
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-5,333	-6,937	-7,189	-7,744	-8,324	-8,636
%销售收入	3.8%	4.2%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-5,083	-5,485	-5,560	-6,389	-6,868	-7,125
%销售收入	3.6%	3.3%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%
研发费用	-373	-432	-471	-581	-624	-648
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	-4,070	-4,719	-4,799	519	10,347	13,432
%销售收入	n.a	n.a	n.a	0.3%	5.0%	6.2%
财务费用	-7,453	-6,767	-4,854	-7,021	-7,958	-7,307
%销售收入	5.3%	4.1%	2.8%	3.6%	3.8%	3.4%
资产减值损失	-247	-146	-567	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	2	0	0	0
投资收益	3,047	2,897	3,487	0	0	0
%税前利润	-183.5%	-180.5%	-218.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-3,324	-3,432	-2,048	-6,502	2,389	6,125
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.1%	2.8%
营业外收支	1,664	1,827	451	0	0	0
税前利润	-1,660	-1,605	-1,597	-6,502	2,389	6,125
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.1%	2.8%
所得税	91	-845	-1,928	975	-358	-919
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	15.0%	15.0%
净利润	-1,569	-2,450	-3,525	-5,527	2,031	5,207
少数股东损益	-523	-2,213	-1,754	0	0	0
归属于母公司的净利润	-1,046	-237	-1,770	-5,527	2,031	5,207
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	1.0%	2.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-1,569	-2,450	-3,525	-5,527	2,031	5,207
少数股东损益	-523	-2,213	-1,754	0	0	0
非现金支出	27,447	29,348	31,413	19,760	19,831	19,916
非经营收益	3,088	3,358	2,667	18,357	8,048	7,325
营运资金变动	6,453	4,289	11,490	-25,530	853	816
经营活动现金净流	35,418	34,546	42,045	7,061	30,763	33,263
资本开支	-21,446	-18,431	-15,675	-2,746	-3,480	-3,480
投资	-8	-921	-585	0	0	0
其他	820	1,490	1,186	0	0	0
投资活动现金净流	-20,633	-17,862	-15,075	-2,746	-3,480	-3,480
股权募资	18,393	7,812	2,712	0	0	0
债权募资	-1,309	7,334	-11,659	32,248	-5,522	-12,697
其他	-7,531	-6,582	-5,701	-7,363	-8,048	-7,325
筹资活动现金净流	9,553	8,563	-14,648	24,885	-13,571	-20,022
现金净流量	24,422	25,145	12,266	29,199	13,712	9,761

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	15,628	22,468	15,859	26,725	27,574	28,309
应收账款	8,624	8,439	7,768	10,078	10,833	11,238
存货	3,683	4,225	4,810	4,876	4,973	5,086
其他流动资产	4,399	5,555	6,366	5,686	5,696	5,709
流动资产	32,335	40,687	34,803	47,365	49,076	50,341
%总资产	9.6%	11.8%	10.1%	14.5%	15.7%	16.9%
长期投资	19,252	21,354	22,339	22,339	22,339	22,339
固定资产	143,379	146,423	147,175	136,754	125,973	114,831
%总资产	42.8%	42.3%	42.9%	41.8%	40.3%	38.6%
无形资产	10,201	10,350	10,134	10,104	10,070	10,035
非流动资产	302,968	305,082	308,244	279,920	263,570	247,134
%总资产	90.4%	88.2%	89.9%	85.5%	84.3%	83.1%
资产总计	335,303	345,769	343,047	327,285	312,646	297,475
短期借款	61,587	87,583	52,585	112,402	106,880	94,183
应付款项	35,181	30,614	35,777	35,431	36,194	37,027
其他流动负债	13,549	19,414	28,930	5,108	5,698	6,016
流动负债	110,317	137,610	117,292	152,941	148,772	137,226
长期贷款	80,778	77,837	60,858	60,858	60,858	60,858
其他长期负债	108,920	89,377	125,666	79,959	67,458	58,626
负债	300,015	304,824	303,816	293,758	277,088	256,710
普通股股东权益	37,230	45,147	42,552	36,847	38,878	44,085
其中：股本	16,201	17,448	17,448	17,448	17,448	17,448
未分配利润	-30,495	-30,744	-32,487	-38,014	-35,983	-30,776
少数股东权益	-1,942	-4,202	-3,320	-3,320	-3,320	-3,320
负债股东权益合计	335,303	345,769	343,047	327,285	312,646	297,475

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	-0.065	-0.014	-0.101	-0.270	0.099	0.254
每股净资产	2.298	2.587	2.439	1.798	1.897	2.151
每股经营现金净流	2.186	1.980	2.410	0.405	1.763	1.906
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-2.81%	-0.53%	-4.16%	-15.00%	5.22%	11.81%
总资产收益率	-0.31%	-0.07%	-0.52%	-1.69%	0.65%	1.75%
投入资本收益率	-2.06%	-3.39%	-5.73%	0.18%	3.74%	5.01%
增长率						
主营业务收入增长率	166.74%	18.14%	2.87%	12.89%	7.50%	3.74%
EBIT 增长率	-89.47%	15.93%	1.69%	-110.81%	1894.49%	29.82%
净利润增长率	-97.29%	-77.32%	646.04%	212.19%	N/A	156.38%
总资产增长率	13.66%	3.12%	-0.79%	-4.59%	-4.47%	-4.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.2	7.5	7.6	9.0	9.0	9.0
存货周转天数	8.5	9.1	10.1	10.0	10.0	10.0
应付账款周转天数	41.2	44.0	45.3	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	271.5	240.1	240.2	192.5	159.7	134.6
偿债能力						
净负债/股东权益	385.20%	363.69%	329.92%	532.06%	483.75%	389.02%
EBIT 利息保障倍数	-0.5	-0.7	-1.0	0.1	1.3	1.8
资产负债率	89.48%	88.16%	88.56%	89.76%	88.63%	86.30%

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	1		9	24
增持	0	2	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.36	1.36	1.00

来源：聚源数据

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究