

中国国航 (601111.SH)

公司报告 | 首次评级报告

2026年6月29日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	6.37
总市值	1305.38亿
PE-TTM	65.67
PB-MRQ	2.04

估值结果

价值	1251亿
DDM估值 上行空间	-4.2%
状态	合理估值
价值	1246亿
动态估值 上行空间	-4.6%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★ ★ ☆ ☆ ☆
盈利趋势	★ ★ ★ ☆ ☆
产业格局	★ ★ ★ ☆ ☆
护城河	★ ★ ★ ☆ ☆

核心评级结论

中国国航是中国唯一载旗航空公司，已跻身世界航空运输企业第一阵营，拥有广泛的国际航线、均衡的国内国际网络，覆盖了中国经济发达、人口密度高的区域。

公司成长空间一般，主要系我国民航业未来旅客运输量增速大约在5%左右，考虑到我国整体消费疲软大背景，航空需求增速存在一定的不确定性。公司盈利趋势向好，主要系新冠疫情结束后，公司业绩虽然减亏，但整体盈利依旧处于历史周期低位，未来随着供给增速放缓，公司盈利能力有望持续修复。公司产业格局中等，主要系我国航空运输业几乎为完全市场化竞争行业，三大航市占率超过60%，虽然公司市占率排名第二，但存在同质化竞争。公司护城河较深，主要系公司拥有庞大的机队规模，均衡丰富的国内外航线网络，最有价值的客户群体和最强大的品牌影响力，位列世界航空运输企业第一阵营。

我们基于公司客运量稳健增长，油价逐步回落至中枢水平，公司盈利指标逐步修复至历史平均水平的合理假设下，公司当前处于合理估值状态。

我们区别于市场的观点

市场普遍认为随着油价回落，航空股或会迎来一波盈利周期反转，因此对于中国国航的未来业绩预测给予了相对乐观的假设，但我们认为虽然航空盈利周期反转是大趋势，但在整体消费疲软的大背景下，公司盈利能力会逐步向周期中枢回归，因此我们给予中国国航的盈利预测相对市场一致预期更为审慎。

风险提示

航空盈利周期依旧处于相对底部，若未来航空需求不及预期，或导致公司盈利修复低于预期；若未来中国国航发生重大航空安全事件，可能导致公司品牌受损、市占率下滑风险；若未来航空运输业竞争加剧，公司未来利润低于预期风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 人力资源密集度	4
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	7
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	7
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	8
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

中国国航作为中国唯一的载旗航空公司，主基地位于北京首都国际机场，公司构建了以北京、成都、上海、深圳为一级重要节点的“四角菱形网络”，并占据了北京首都国际机场和成都天府国际机场最大时刻份额。公司拥有庞大的机队规模，均衡丰富的国内外航线网络，最有价值的客户群体和最强大的品牌影响力，位列世界航空运输企业第一阵营。

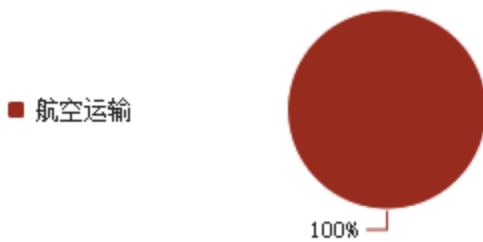
2. 业务介绍

对于中国国航公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

航空运输：

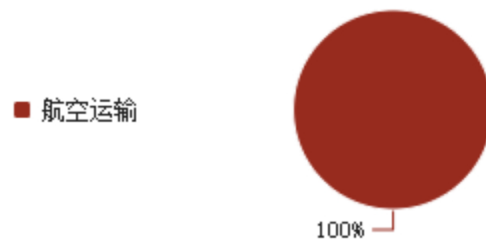
公司经营范围包括国内（含港澳台）航空客货运输业务、国际航空客货运输业务，航空配餐等。2025年公司完成旅客运输量为16,060万人次，市占率为20.85%，仅次于南方航空。我们对该业务的市场界定为我国航空运输业。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

中国国航作为中国唯一的载旗航空公司，其商业模式典型地体现了重资产、高负债的周期性行业特征。公司商业模式建立在重资产（飞机及发动机）投入的基础上，通过高负债运营，在行业周期波动中捕捉价格弹性以实现盈利，其业绩对宏观环境与行业供需变化具有高度敏感特征。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

航空运输企业普遍资产较重，截至2025年底，公司总资产为3,430亿元，其中固定资产为1,128亿元，使用权资产约为1,166亿元，公司绝大部分资产为飞机及发动机，总资产周转率较低，说明公司资产强度较高。

3.2 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

航空运输行业在运营过程中需要配备机组人员和地勤人员，截止2025年底，公司员工人数107,795人，人均创收159.08万元，人均薪酬（简单测算）32.67万元，说明公司人力资源密集度较高。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

中国国航的客户群体以对价格相对不敏感、追求服务品质的公务和商务旅客为核心，同时通过常旅客计划维系着庞大的高价值个人客户群体。2025年前五名客户销售额391.42亿元，占年度销售总额22.83%，主要系公司绝大部分客户为个人消费者，因此公司整体客户集中度较低。

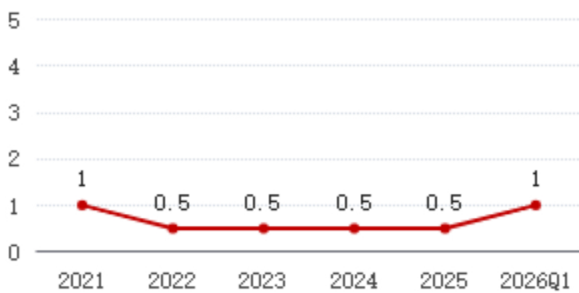
4. 历史经营绩效

公司盈利能力、成长能力和股东回报星级均较低，但业务控制力星级相对亮眼。

4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



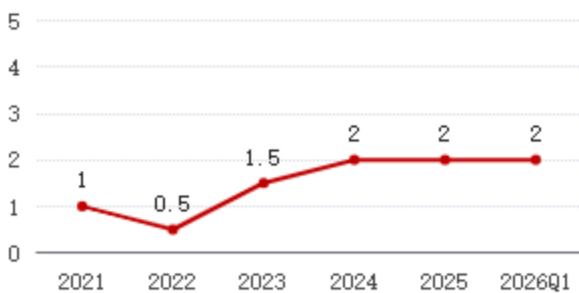
数据来源：公司财报，壹评级

公司整体盈利能力星级较低。2020年新冠疫情爆发导致公司旅客运输量大幅下滑，公司业绩连续三年大额亏损，2023年疫情结束，公司各项经营指标修复，盈利能力有所修复，但由于消费疲软，机票价格表现不佳，公司业绩虽然有所减亏，但依旧未能实现全面盈利。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



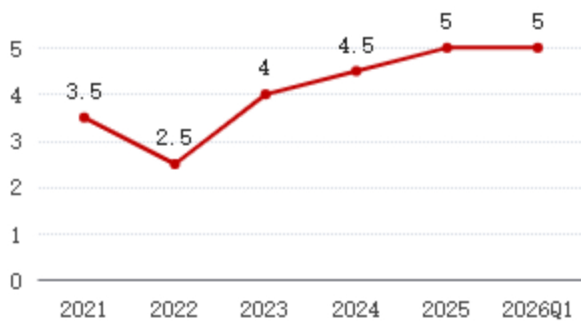
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力星级较低，2020年新冠疫情导致公司收入下滑，业绩亏损，公司整体成长星级较低，2023年新冠疫情结束，公司旅客运输量开始逐步修复，收入增长利润减亏，成长空间星级提升。2025年低基数效应消失，叠加公司持续亏损，公司成长星级处于市场中低水平。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



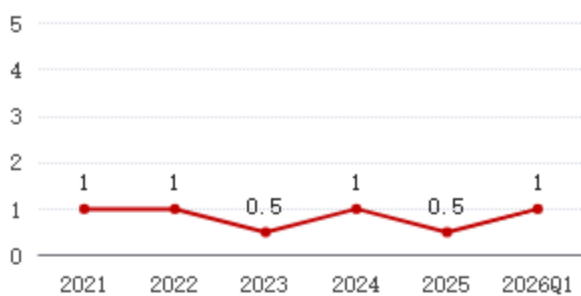
数据来源：公司财报，壹评级

航空公司的机票销售模式为提前售卖，因此整体业务控制力较强。2020-2022年公司业务控制力星级偏低，主要系新冠疫情导致公司业绩亏损，公司现金流承压。2023年疫情结束，公司业绩大幅减亏，现金流持续改善，公司业务控制力星级持续走高。

4.4 股东回报评级

☆☆☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2020年新冠疫情导致公司业绩巨亏，虽然2023年以来公司业绩有所减亏，但依旧未能实现全面盈利，且公司资产负债率高企，不得不通过定增募集资金补充流动性，因此2020年开始公司不再进行分红，公司股东回报星级较低。

5. 四维评级

2023年新冠疫情后航空需求疲软，公司成长空间中等，未来随着周期回归，公司盈利趋势向好，护城河较深，但公司产业格局中等。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间一般，主要系我国民航业未来旅客运输量增速大约在5%左右，考虑到我国整体消费疲软大背景，航空需求增速存在一定的不确定性。

航空运输(2.5星):

按照党的二十大部署，2035年我国基本实现现代化，人均GDP将超过2.5万美元，年人均乘机次数将超过1次，航空人口规模有望超过4亿，年旅客运输量将达到15亿人次。2025年我国民航业旅客运输量为7.7亿人次，按照国家规划，未来10年复合增速大约在6%左右，但考虑到疫情之后消费疲软，未来行业增速存在不确定性，因此公司成长空间整体中等。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势向好，主要系新冠疫情结束后，公司业绩虽然减亏，但整体盈利依旧处于历史周期低位，未来随着供给增速放缓，公司盈利能力有望持续修复。

航空运输(3.5星):

2023年新冠疫情结束，公司业绩虽然减亏，但由于消费疲软导致客座率、机票价格等数据相对不乐观，公司整体盈利能力未能修复到2019年前的水平。展望未来，我们认为随着民航业反内卷政策推进，航空供给端增速存在放缓预期，航空股各项盈利指标大概率回归到周期中枢水平，因此盈利趋势向好。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等，主要系我国航空运输业几乎为完全市场化竞争行业，三大航市占率超过60%，虽然公司市占率排名第二，但存在同质化竞争。

航空运输(3星):

我国民航运输业属于典型的寡头竞争行业，三大航（国航、南航、东航）市占率超60%，中国国航市占率排名第二，处于第一梯队。此外航空运输业属于相对同质化程度较高的行业，上游供应商主要为航空燃油企业和飞机制造商，相对较为强势，且下游客户对机票价格敏感度较高，客户粘性一般，因此公司整体产业格局中等。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要系公司拥有庞大的机队规模，均衡丰富的国内外航线网络，最有价值的客户群体和最强大的品牌影响力，位列世界航空运输企业第一阵营。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
航空运输	(4星) 中国国航作为我国航空运输业龙头企业，不考虑新冠疫情因素，经壹评级调整后公司历史平均净资产收益率大约为8%，具有一定的超额收益，且公司业务控制力星级较高，市占率排名行业第二，因此公司护城河宽度星级较高。	(3星) 中国国航护城河主要系独特的国家品牌形象和北京核心枢纽优势，通过高品质的客户群体和均衡的航线网络实现价值最大化，且未来衰退的可能性较低，但由于公司整体ROIC较低，在管理效率上低于民营航空，综合考虑我们认为公司护城河持续性中等。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们基于公司客运量稳健增长，油价逐步回落至中枢水平，公司盈利指标逐步修复至历史平均水平的合理假设下，公司当前处于合理估值状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为航空运输，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

1) 量 (RPK)：2025年公司客运量市占率约为20.85%，考虑到民营航空近几年市占率持续提升，我们假设公司市占率小幅下滑，远期市占率下滑至20%左右，收入客公里 (RPK) 保持5%左右的增速；

2) 价 (客公里收益)：2023年疫情结束，受消费疲软因素，我国航空运输行业持续供大于需，公司客公里收益持续回落，2026年国际油价大幅上涨，我们预测2026年公司客公里收益提升6%，但2027年回落3%，2028-2030年保持1%的增速，2030年后增速回落至0.5%；

盈利能力假设：

1) 毛利率：2025年公司毛利率依旧处于周期偏低水平，考虑到2026年油价上涨拖累公司盈利能力，我们假设2026年公司毛利率为7%，考虑到反内卷推进，未来公司盈利能力回归至历史中枢水平，预测公司未来毛利率持续提升至13.6%；

2) 费用率：公司费用端主要为销售费用和财务费用，我们假设销售费用率维持不变，考虑到我国大概率保持长期低利率环境，我们假设公司有息负债率维持2025年水平。

表2：公司整体业绩预测

中国国航	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入 (亿)	1411.0	1667.0	1714.8	1906.2	1980.6	2134.8	2301.1	2459.4
归母净利润 (亿)	-10.4	-2.4	-17.6	-0.5	52.9	92.2	109.6	116.9
归母净利润增速 (%)	97.3	76.7	-623.7	97.2	10961.1	74.3	18.9	6.7
经营性净利润 (亿)	-47.7	-54.7	-72.5	-32.5	26.1	69.1	87.8	95.2
经营性净利润增速 (%)	89.4	-14.7	-32.5	55.1	180.2	164.7	27.1	8.5
经营性归母净利润 (亿)	-31.8	-5.3	-36.4	-29.3	23.5	62.2	79.0	85.7
经营性归母净利润增速 (%)	91.7	83.3	-586.9	19.5	180.2	164.7	27.1	8.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

航空运输	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入 (亿)	1411.0	1667.0	1714.8	1906.2	1980.6	2134.8	2301.1	2459.4
收入增速 (%)	166.7	18.1	2.9	11.2	3.9	7.8	7.8	6.9
经营性净利润 (亿)	-47.7	-54.7	-72.5	-32.5	26.1	69.1	87.8	95.2
经营性净利率 (%)	-3.4	-3.3	-4.2	-1.7	1.3	3.2	3.8	3.9
经营性净利润增速 (%)	89.4	-14.7	-32.5	55.1	180.2	164.7	27.1	8.5

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
航空运输	4.4%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	129.4
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
航空运输(亿)	138.4	890.4	1028.8	-	103.0	320.0	1245.8
公司整体测算(亿)	138.4	890.4	1028.8	-	103.0	320.0	1245.8

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
航空运输(亿)	243.8	789.8	1033.6	-	103.0	320.0	1250.6
公司整体测算(亿)	243.8	789.8	1033.6	-	103.0	320.0	1250.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

我国航空运输业属于典型的周期性行业，机票价格受行业供需影响，且营业成本中约三分之一为燃油成本，因此原油价格波动会对航司业绩形成一定的扰动；其次2023年新冠疫情结束后，航空板块盈利整体处于周期低位，在民航局反内卷倡导下，虽然存在周期盈利反转预期，但具体的周期反转时间存在一定的不确定性，因此公司业绩预测难度较高，估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。