

海航控股(600221)

报告日期: 2023年08月07日

五星航司，静待复苏

——海航控股深度报告

投资要点

- 全国第四大航司，航空资源实力雄厚，2020年前盈利能力领先三大航**
 海航控股于1993年在海南省成立，经过多年发展和积极并购重组，已逐步成长为全国性的大型航司。公司已十二年蝉联“SKYTRAX五星航司”（全球仅10家）。公司在2018年前快速扩张，市场份额由8%最高提升至13%，近年有所回落，但市场占比仍为第四。2020年前整体来看，公司的盈利水平领先三大航：
高客座率：凭借低价和销售能力，客座率保持85%左右，领先三大航约5pct。
高利用率：2017年前利用率超过10小时/天，最高领先三大航0.6-0.7小时/天。
低单位成本：高利用率和经营效率摊薄成本，公司单位ASK成本优于三大航。
低销售费用：提高直销比例，使机票代理手续费下降，销售费用率低于三大航。
- 聚焦全国主要核心枢纽市场，国际线民营航司中占比第一**
 公司布局核心枢纽市场，航网与三大航重合度较高，主基地位于海口美兰机场，并占据最大时刻份额（23夏秋占比35%），市场控制力较高。此外在三亚机场份额21%，位列第二，有望受益海南自贸港建设带来的客流提升；在首都机场投入运力最多，在首都机场份额占比17%，持续受益于高价值客群。
 公司国际线主打差异化竞争，抢占欧美二线等细分市场，2020年前在“中国第一国门”的北京首都机场航班量仅次于主基地航司国航。2014年起公司加大国际线运力投入，宽体机队规模快速提升，2020年前国际线ASK占比最高提升至26%，份额最高提升至11%，民营航司中位列第一。
- 供需错配叠加票价市场化驱动高盈利周期**
行业供给确定性降速：航司延缓引进计划，同时制造商产能受损、租赁商闲置飞机少，且平均剩余租赁年限长，短期内实际可供出租飞机数量较少。
票价市场化打开盈利天花板：票价改革持续推进，市场调节价航线逐年增加。截至目前，以京沪线为首的主要商务航线已提价6次，累计涨幅达73%。
- 盈利预测与估值**
 预计公司2023-2025年归母净利润-18、33、38亿元，EPS为-0.04、0.08、0.09元。随着出行需求恢复，叠加票价市场化持续推进，公司作为国内第四大航，经营能力领先，有望受益航空景气周期向上。首次覆盖，给予“**增持**”评级。
- 风险提示**
 1) 国内出行恢复不及预期导致票价涨幅不及预期；2) 国际线恢复不及预期；3) 油价大幅上涨导致燃油成本增加；4) 人民币贬值导致汇兑亏损；5) 当前资产负债率过高，重组后留债的偿还压力较大等。

投资评级：增持(首次)

分析师: 李丹
 执业证书号: S1230520040003
 lidan02@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥1.66
 总市值(百万元) 71,737.95
 总股本(百万股) 43,215.63

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	22864.19	63680.58	74454.82	78307.53
(+/-) (%)	-32.76%	178.52%	16.92%	5.17%
归母净利润	-20246.96	-1791.06	3255.91	3766.41
(+/-) (%)	/	/	/	15.68%
每股收益(元)	-0.47	-0.04	0.08	0.09
P/E	-3.54	-40.05	22.03	19.05

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2023-2025 年归母净利润-18、33、38 亿元，EPS 为-0.04、0.08、0.09 元。随着出行需求恢复，叠加票价市场化持续推进，公司作为国内第四大航，经营能力领先，有望受益航空景气周期向上。首次覆盖，给予“**增持**”评级。

● 关键假设

1)ASK：我们预计 2023-2025 年 ASK 同比增速分别为 200%、19%、4%：假设 2023 年国内线基本恢复至 2019 年水平，2024-2025 年增速分别 3.5%、4.5%。假设 2023 年国际和地区线运力恢复至 2019 年的 50%，2024 年完全恢复，2025 年增速 4.5%。

2)客座率：预计 2023-2025 年逐步恢复至疫前水平，假设 2023-2025 年客座率分别为 80.5%、81.2%、82.2%

3)客公里收益：我们预计随着过去积压出行需求的释放，以及票价市场化持续推进，国内线客公里收益水平将上升；国际线方面，随着航班量不断恢复，国际线票价将逐步下降至 2020 年前水平。我们预计 2023-2025 年公司整体客公里收益增速分别为-5%、-2%、-1%。

● 我们与市场的观点的差异

我们认为公司作为第四大航司，在主要枢纽市场份额靠前，2020 年前经营效率领先。十四五我国航空供给增速明显下台阶，疫后若需求爆发，有望出现明显供需错配，叠加国际线恢复，公司业绩弹性将迎来释放。

● 股价上涨的催化因素

国内出行需求恢复、机票价格上涨、国际线航班量恢复等。

● 风险提示

1) 国内出行恢复不及预期导致票价涨幅不及预期；2) 国际线恢复不及预期；3) 油价大幅上涨导致燃油成本增加；4) 人民币贬值导致汇兑亏损；5) 当前资产负债率过高，重组后留债的偿还压力较大等。

正文目录

1 内地唯一五星航司，航空资源丰富	6
1.1 旗下众多航空牌照，五星航司开启新篇章	6
1.2 2020 年前增长快速，盈利领先三大航	7
2 聚焦高价值枢纽，打造高效互动枢纽网络	12
2.1 国内线：立足海南自贸港，布局全国主要枢纽	12
2.2 国际线：2020 年前国际线份额快速提升，增长空间广阔	15
3 供需错配叠加票价市场化驱动高盈利周期	16
3.1 行业供给增速确定性向下，奠定周期向上基础	16
3.2 票价市场化持续推进打开盈利天花板	18
4 盈利预测与估值	20
5 风险提示	21

图表目录

图 1: 海航控股股权结构及旗下航司 (截至 2022)	6
图 2: 公司在 2020 年前营收快速增长	7
图 3: 公司在 2020 年前仅 2018 年录得亏损	7
图 4: 国内航司市场份额 (RPK 口径)	8
图 5: 公司客公里收益水平低于三大航 (元)	8
图 6: 2020 年前公司客座率显著优于三大航	8
图 7: 2017 年前公司日利用率大幅领先三大航 (小时)	9
图 8: 2020 年前公司单位 ASK 成本低于三大航	9
图 9: 公司销售费用率低于三大航	9
图 10: 2020 年前公司净利润率高于三大航	10
图 11: 公司有序降低宽体机规模 (架)	10
图 12: 人机比领先三大航 (截至 2022 年末)	10
图 13: 23Q1 营收大幅增长	11
图 14: 23Q1 实现扭亏为盈	11
图 15: 23Q1 经营性现金流大幅回正	11
图 16: 截至 23Q1, 公司归母净资产已转正	11
图 17: 公司在部分主要枢纽份额位列前三 (2023 夏秋航季)	13
图 18: 公司国内线网络图	14
图 19: 公司 TOP10 航线周航班量 (2023 夏秋航季)	14
图 20: 公司 TOP10 航线市场竞争结构 (2023 夏秋航季)	14
图 21: 公司国际线网络图	15
图 22: 2020 年前公司国际线份额最高增长至 11%	15
图 23: 行业机队引进速度自 2017 年后放缓	16
图 24: 波音、空客飞机月度交付量 (架) 及产量规划	16
图 25: 国内实行市场调节价的航线数量逐年增加	18
图 26: 京沪线 2017 年至今已经过 6 轮调价	19
图 27: 一线互飞航线涨幅超 70%	19
图 28: 2020 年前四大航客公里收益不断下行 (元)	19
图 29: 国内航司票价较其他国家航司存在较大提升空间	19
图 30: 历史 P/E (截至 8.7)	21
图 31: 历史 P/B (截至 8.7)	21
表 1: 海航控股历史沿革	6
表 2: 公司旗下航司主基地及机队规模	7
表 3: 海航“精品快线”产品优势和特色	7
表 4: 《海南自由贸易港建设总体方案》主要内容概括	12
表 5: 海南自贸港主要税收优惠	12
表 6: 国内机场吞吐量排名	13
表 7: 按照上市航司 22 半年报/21 年报披露的机队引进/退出计划的机队增速测算	17
表 8: 剔除掉计划新引进 737MAX、国产飞机影响后的机队增速测算	17
表 9: 票价市场化进程不断推进	18
表 10: 海航控股营业收入核心假设	20

表 11: 可比公司估值表 (截至 8.7)	21
表附录: 三大报表预测值.....	22

1 内地唯一五星航司，航空资源丰富

1.1 旗下众多航空牌照，五星航司开启新篇章

海航控股于 1993 年 1 月在海南省成立，经过多年发展和积极参与并购重组，公司已从地方性小航司，逐步成长为全国性的大型航司。

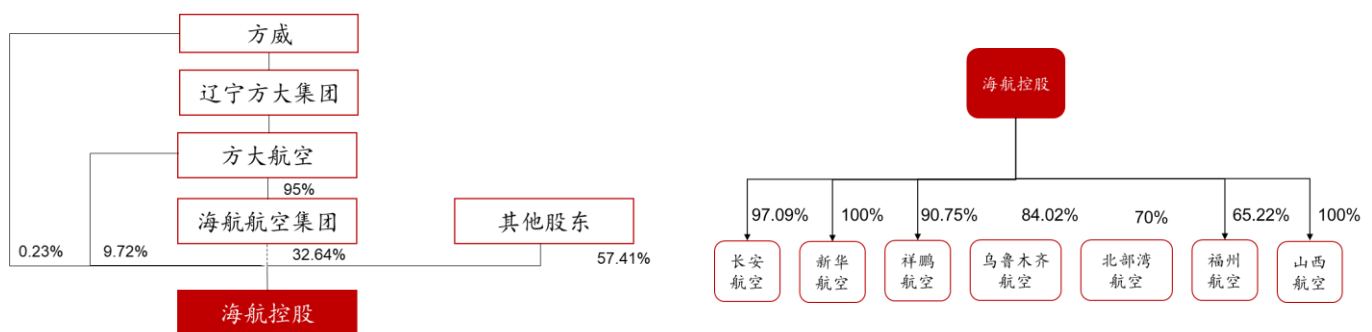
表1: 海航控股历史沿革

时间	事件
1989.9	海南省人民政府批准成立海南省航空公司
1993.5	海南省航空公司正式开航运营，首航北京
1997.2	海南省航空公司正式更名为海南航空股份有限公司
1997.6	海南航空 B 股在上交所上市
1999.11	海南航空 A 股在上交所上市
2000.8	与长安航空合作组建长安航空有限责任公司
2001.2	海航集团、神华集团重组中国新华航空公司
2001.7	与长安航空、山西航空合作组建山西航空有限责任公司
2013.11	与乌鲁木齐市政府共同投资组建乌鲁木齐航空
2014	与福州国资等企业成立福州航空
2021.12	海航航空经营管理实际控制权正式移交至辽宁方大集团

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2021 年 12 月，公司经营管理实际控制权正式移交至辽宁方大集团。截至 2022 年报，方威先生直接及间接通过辽宁方大集团、方大航空等主体合计持有本公司 42.59% 股份，为上市公司实际控制人。

图1: 海航控股股权结构及旗下航司（截至 2022）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

航空资源实力雄厚，极高进入壁垒构筑核心竞争优势。受供给侧改革影响，民航局近年来收紧民营航空牌照的发放，监管机构严格的审批机制构筑行业极高进入壁垒。

截至 2023 年 6 月，海航系旗下共 15 家航司（含上市公司），主体航司为海南航空、新华航空、长安航空、山西航空、云南祥鹏航空、乌鲁木齐航空、福州航空、北部湾航空。上市公司体系外的航司主要包括首都航空、天津航空、西部航空、金鹏航空等。

表2: 公司旗下航司主基地及机队规模

航空公司	机队规模	主基地	分公司/运营基地
海南航空	219	海口	广州、深圳、大连、兰州、三亚、重庆、北京、太原、长沙、新疆、上海、西安
祥鹏航空	52	昆明	成都、丽江、版纳、绵阳、郑州、武汉
福州航空	16	福州	哈尔滨
长安航空	11	西安	/
北部湾航空	28	南宁	/
乌鲁木齐航空	16	乌鲁木齐	郑州

资料来源: 各航司网站, 浙商证券研究所

内地唯一五星航司, 品牌价值深厚。2022 年是公司第十二年蝉联“SKYTRAX 五星航空公司”, 截止目前, 全球仅 10 家航空公司获得五星评级, 公司为唯一一家中国内地航司。

新航季推出“精品快线”产品, 持续精进差异化精品服务。23 年夏秋航季, 公司推出首批 5 条北京往返海口、三亚、广州、深圳、成都航线, 公司通过优化航班编排、升级空中及地面服务、整合便捷出行权益的方式, 为该类航线实现全流程服务资源的最优配置。

表3: 海航“精品快线”产品优势和特色

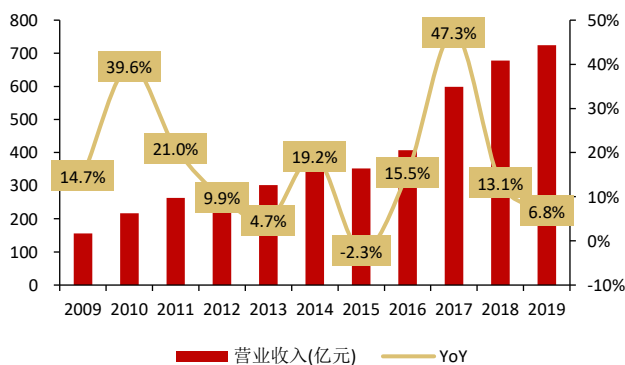
客舱体验升级	航班编排优化	地面服务升级	更多便捷附加权益
机上座椅舒适体验	优质低机龄、宽体机、新机型、有机上 WIFI 和娱乐系统	专属指引标识	灵活免费变更
客舱氛围打造	稳定航班计划	优先停靠廊桥	随到随走
机上娱乐产品	航班准点率	快速安检通道	同区域随心换
机上餐饮品质提升	靠桥率	固定行李转盘	地面交通提供尊享车接送服务
		专属值机柜台	海南出港旅客享免税店代金券。

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

1.2 2020 年前增长快速, 盈利领先三大航

2018 年前公司保持快速增长, 2009-2019 年营收 CAGR 为 15%, 2020 年前公司仅 2018 年录得过亏损。

图2: 公司在 2020 年前营收快速增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

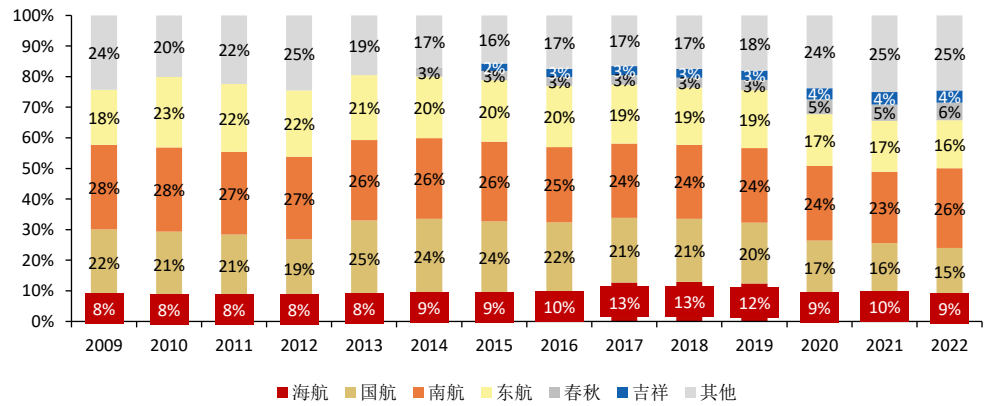
图3: 公司在 2020 年前仅 2018 年录得亏损



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

公司为国内第四大航，在 2018 年前保持扩张势头，市场份额由 8% 最高提升至 13%，近年逐渐回落，但市场占比仍为国内第四大航司。

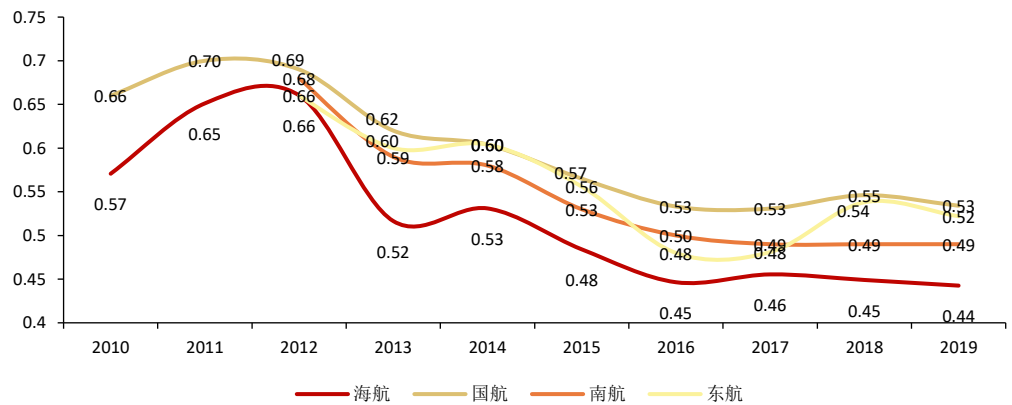
图4：国内航司市场份额（RPK口径）



资料来源：Wind、民航局，浙商证券研究所

降价扩张策略及整体航线品质不如三大航，导致公司客公里受益水平常年低于三大航。

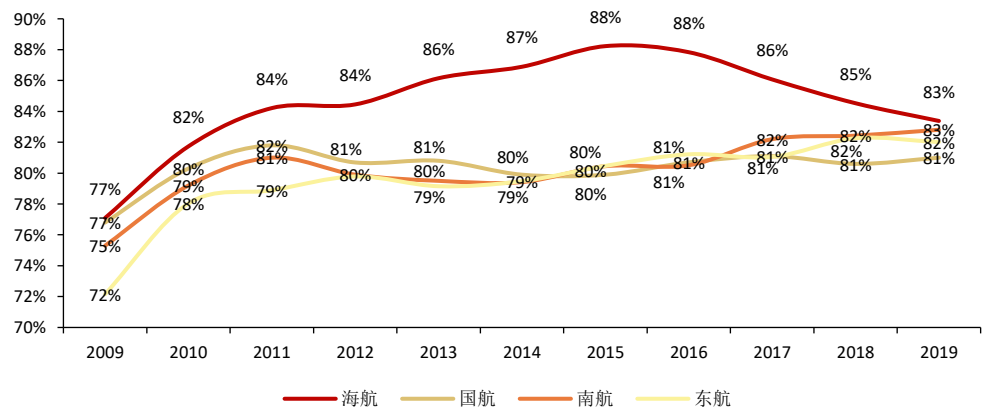
图5：公司客公里收益水平低于三大航（元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

高客座率：在低价和较强的销售能力下，2020 年前公司客座率保持在 85% 左右，常年领先三大航，高出约 5pct。

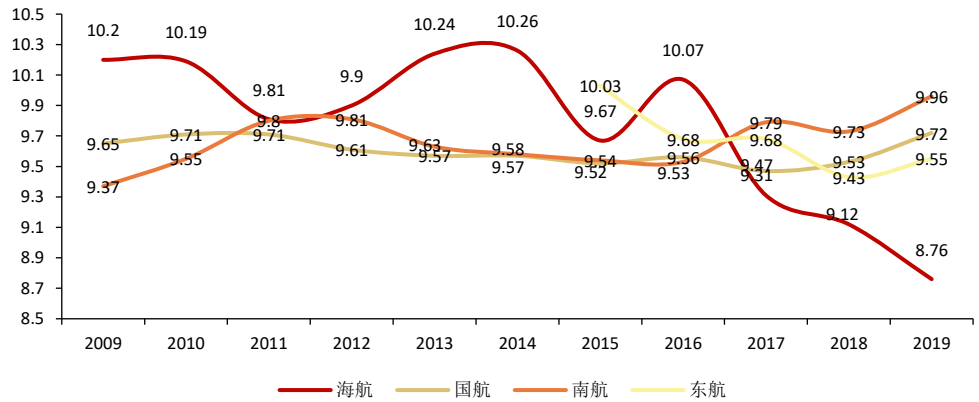
图6：2020 年前公司客座率显著优于三大航



资料来源：Wind，浙商证券研究所

高利用率：2017年前公司利用率一度保持在10小时/天，领先三大航0.6-0.7小时/天。2017年后公司机队扩张提速、大量引入宽体机，同时市场环境波动，导致利用率水平回落。

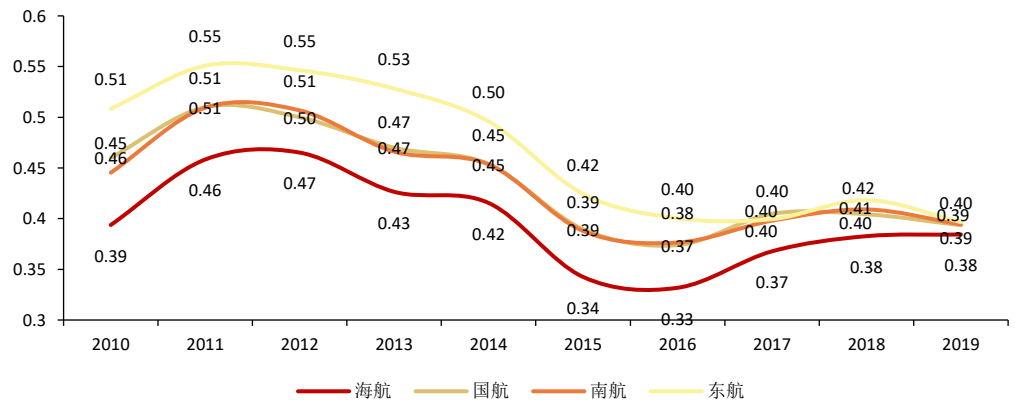
图7：2017年前公司日利用率大幅领先三大航（小时）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司高利用率和经营效率有效摊薄成本，2020年前单位ASK成本持续优于三大航。

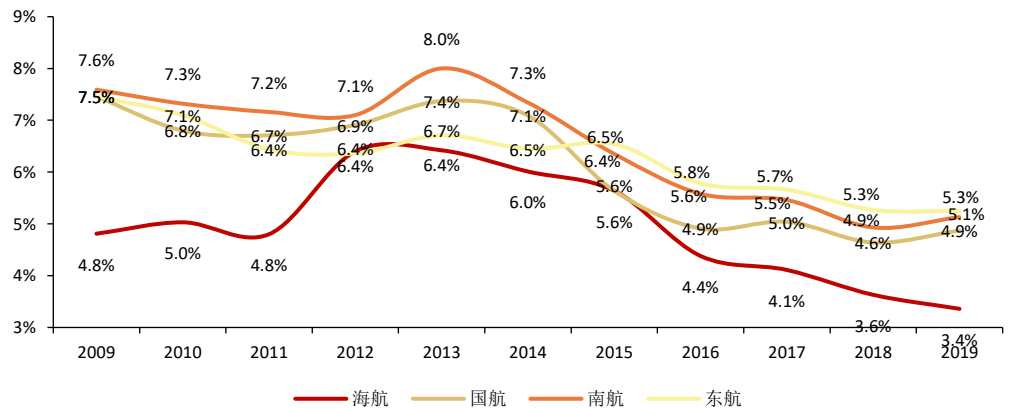
图8：2020年前公司单位ASK成本低于三大航



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司持续提高直销比例，使得机票代理手续费下降，销售费用率持续低于三大航。

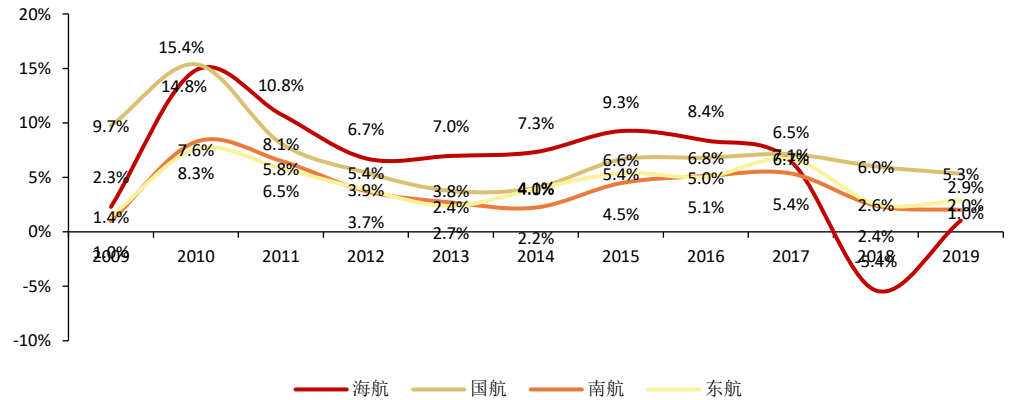
图9：公司销售费用率低于三大航



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2020年前整体来看,公司的盈利水平领先三大航,2017年后由于扩张过快,净利润率水平逐步下降。

图10: 2020年前公司净利润率高于三大航



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

重整后轻装上阵,公司迎发展新机遇。2021年9月,方大集团成为海航集团航空主业战略投资者,并为公司实控人。2022年12月,公司定增募集108亿元,由大股东全额认购,资本实力得到极大夯实。此外,长周期、低利率的留债安排极大缓解短期偿债压力:

公司于2021年底将留债债务按照重整计划重新计算公允价值451.54亿,计入长期借款,并依据其与原留债债务账面价值的差异确认债务重组收益47.45亿元。

- **还款结构:** 破产重整中留债期限设置为10年,还本比例前低后高,以2022年为首年,自第二年起逐年还本,还本比例分别为2%、4%、4%、10%、10%、15%、15%、20%、20%。每年按照未偿还本金的金额付息。
- **财务成本:** 留债利率按原融资利率与2.89%/年孰低者确定。

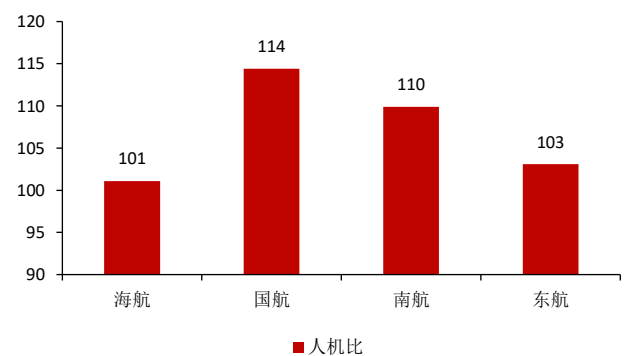
优化机队结构、精简人员,降低营业成本。由于目前国际航线恢复进度较慢,宽体机若转为国内线运营,较窄体机航油消耗更高,且座位数多难以保证客座率,2020年以来公司有序退出宽体机,并逐步引入更适合中短程市场的新机型,降低综合运营成本。截至2022年末,公司员工总数较2020年末减少2395人,人机比为101,明显低于三大航。

图11: 公司有序降低宽体机规模(架)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

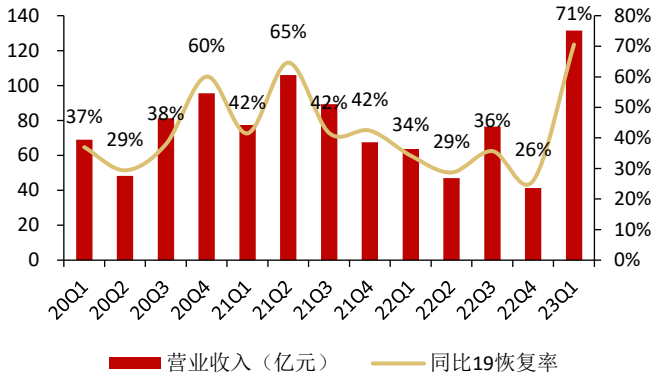
图12: 人机比领先三大航(截至2022年末)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

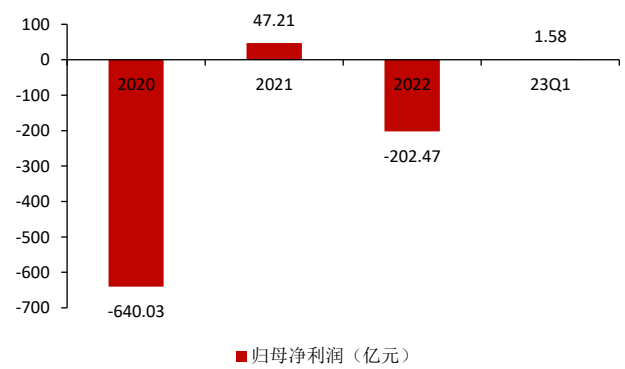
降本增效显成果，疫后业绩显著恢复。公司 23Q1 营收大幅增长，恢复至 19Q1 的 71%，归母净利润 1.58 亿元，实现扭亏，经营性现金流亦大幅回正，截至 23Q1，公司归母净资产已经转正，较 2022 年末增长 98.64%。

图13：23Q1 营收大幅增长



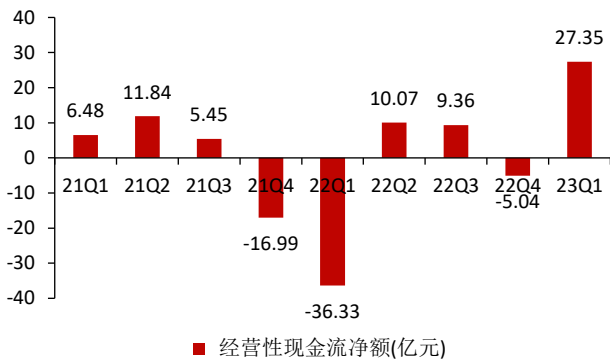
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14：23Q1 实现扭亏为盈



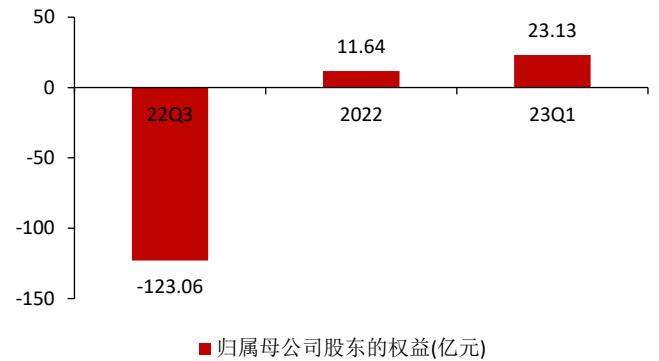
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图15：23Q1 经营性现金流大幅回正



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图16：截至 23Q1，公司归母净资产已转正



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 聚焦高价值枢纽，打造高效互动枢纽网络

2.1 国内线：立足海南自贸港，布局全国主要枢纽

2020年6月，《海南自由贸易港建设总体方案》发布，受益于创新的制度设计及重要的目标定位，预计海南自贸港有望成为对标香港、新加坡等国际顶级自贸港，未来客、货流动规模将进一步提升。

表4: 《海南自由贸易港建设总体方案》主要内容概括

概括	主要内容
6 便利	贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利、数据安全有序流动
1 体系	构建现代产业体系，特别强调要突出海南的优势和特色，大力发展旅游业、现代服务业和高新技术产业
4 制度	加强税收、社会治理、法治、风险防控等四方面制度建设

资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

受益自贸港政策红利，降本增效未来可期。国内主要航司中，仅公司注册于海南自贸港，公司可享受飞机购置、部分航材零关税，此外，公司所得税负相对其他航司具有较大优势，同时个人所得税优惠亦为公司吸引更多人才。

表5: 海南自贸港主要税收优惠

政策	主要内容
飞机购置零关税	全岛封关运作前，在海南自由贸易港登记注册并具有独立法人资格，从事交通运输、旅游业的企业(航空企业须以海南自由贸易港为主营运基地)， 可按政策规定进口“零关税”交通工具及游艇 ，用于交通运输、旅游业
部分航材零关税	在自贸港注册登记并具有独立法人资格的企业，进口用于生产自用、以“两头在外”模式进行生产加工活动或服务贸易过程中所消耗的正面清单内的原辅料， 免征进口关税、进口环节增值税和消费税
所得税减按 15% 征收	1) 对注册在海南自贸港并实质性运营的鼓励类产业企业， 减按 15% 的税率征收企业所得税 2) 个人所得税实际税负 超过 15% 的部分，予以免征
可加注保税航油	允许海南进出岛航班加注保税航油，目前该政策实施计划正在制定中，有望快速落地

资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

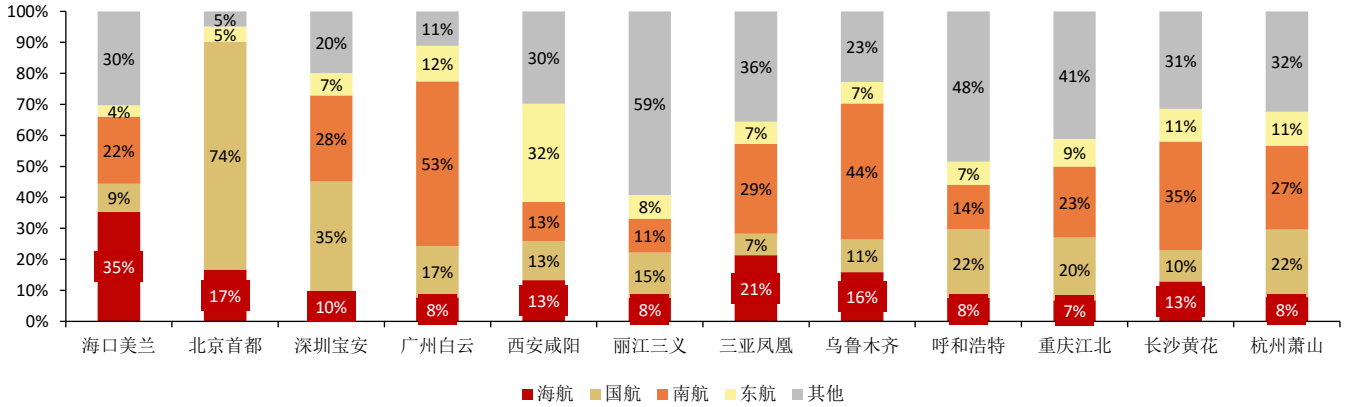
立足海口美兰，乘海南自贸港东风。公司主基地位于海口美兰国际机场，并占据最大时刻份额（23 夏秋航季份额为 35%），市场控制力较高。此外在海南热门旅游地三亚凤凰机场的份额占比为 21%，位列第二，有望受益于海南自贸港建设带来的客流提升。

在首都机场投入运力最多，拥有相当分量的珍贵时刻资源。北京首都机场被誉为中国第一国门，在北京“一市两场”规划下，首都机场基于地理位置及主基地航司的航线网络优势，目标客群主要为公商务客群与休闲客群。公司运力主要投放北京首都、海口美兰、深圳宝安、广州白云等枢纽机场。23 夏秋航季，公司在全国前二十大机场投入运力占公司总航班量的 58.6%。

公司在首都机场投入运力最大，23 夏秋航季在北京首都机场份额占比 17%，将持续受益于首都机场的高价值旅客。

聚焦门户和区域枢纽市场。公司在主要枢纽和重点旅游城市的份额靠前（旅客吞吐量基本排名在前20）。23夏秋航季公司在首都机场、深圳机场份额前三，在广州机场份额8%，在三亚、西安、长沙、乌鲁木齐、丽江、重庆等旅游城市的份额较高，均位居前三。

图17: 公司在部分主要枢纽份额位列前三（2023夏秋航季）



资料来源：航班管家，浙商证券研究所

表6: 国内机场吞吐量排名

	2019年排名	旅客吞吐量 (百万人次)	2022年排名	旅客吞吐量 (百万人次)
北京/首都	1	100.0	11	12.7
上海/浦东	2	76.2	8	14.2
广州/白云	3	73.4	1	26.1
成都/双流	4	55.9	6	17.8
深圳/宝安	5	52.9	3	21.6
昆明/长水	6	48.1	4	21.2
西安/咸阳	7	47.2	9	13.6
上海/虹桥	8	45.6	7	14.7
重庆/江北	9	44.8	2	21.7
杭州/萧山	10	40.1	5	20.0
南京/禄口	11	30.6	13	12.1
郑州/新郑	12	29.1	24	9.2
厦门/高崎	13	27.4	17	10.1
武汉/天河	14	27.2	14	11.6
长沙/黄花	15	26.9	12	12.5
青岛/流亭	16	25.6	20	9.7
海口/美兰	17	24.2	15	11.2
乌鲁木齐/地窝堡	18	24.0	18	10.0
天津/滨海	19	23.8	31	5.8
贵阳/龙洞堡	20	21.9	19	9.8

资料来源：民航局，浙商证券研究所

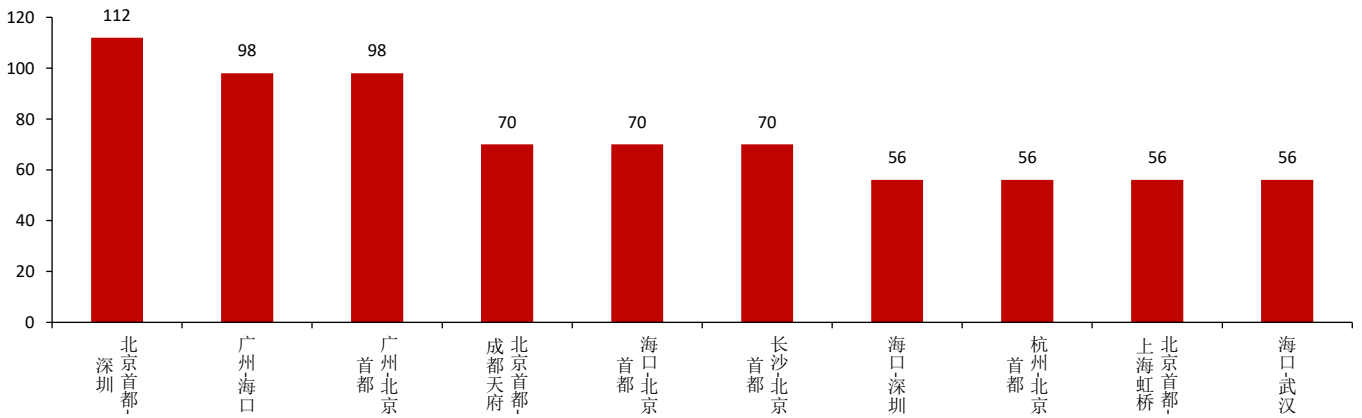
航线遍布全国，航网与三大航重合度较高。公司聚焦北京、深圳等国际枢纽，2020年前最多曾运营国内航线1,800余条，涉及内陆所有省、区、直辖市。

图18: 公司国内线网络图



资料来源: 飞常准, 浙商证券研究所

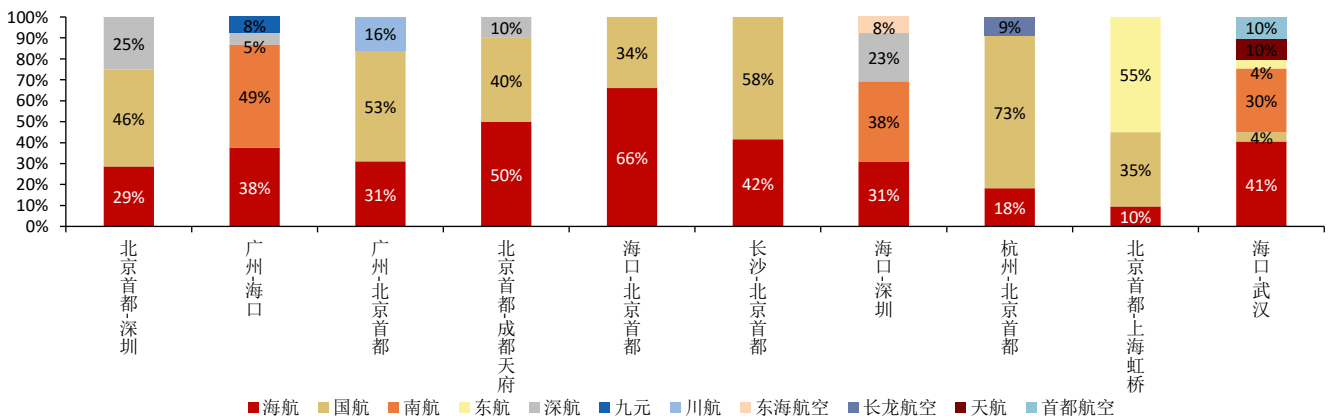
图19: 公司 TOP10 航线周航班量 (2023 夏秋航季)



资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

23 夏秋航季, 公司前十航线合计占公司总航班量的 12.6%; 航线竞争格局方面, 公司在首都机场-成都天府机场、首都机场-海口机场和海口-武汉机场占比最高, 在首都机场-长沙机场、首都机场-广州机场主要面临国航的竞争, 其余航线上竞争较激烈。

图20: 公司 TOP10 航线市场竞争结构 (2023 夏秋航季)



资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

2.2 国际线：2020 年前国际线份额快速提升，增长空间广阔

公司聚焦北京、深圳等大型国际枢纽，着重布局国际国内高效互动的品质网络。截至 2019 年公司共开通国际航线 258 条，航线覆盖亚洲、欧洲、北美洲、南美洲和大洋洲，通航境外 66 个城市。

主打差异化，2020 年前在第一国门航班量位列第二。在“祖父原则”下，公司国际线开辟较晚，在时刻获取上并不享有历史先发优势，公司另辟蹊径，抢占欧美二线等细分市场，2020 年前在“中国第一国门”的北京首都机场航班量仅次于主基地航司国航。

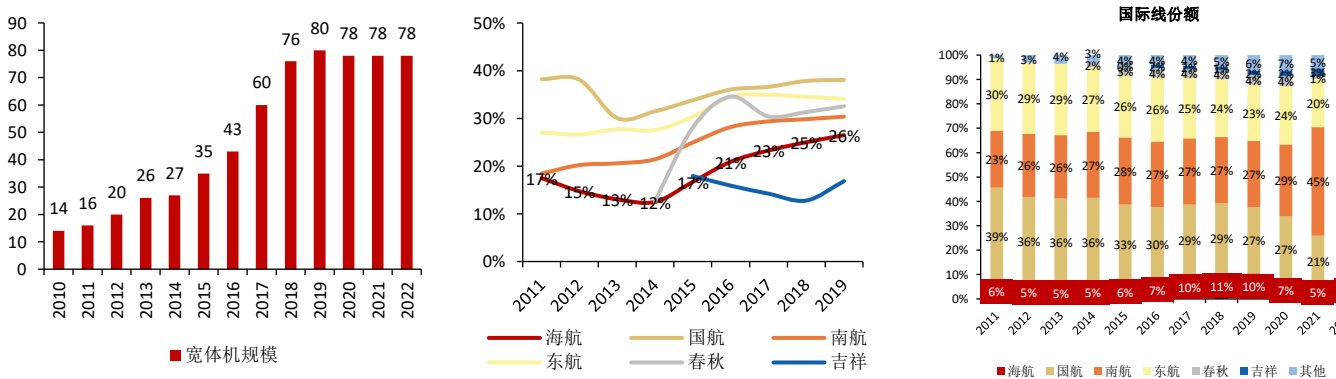
图21：公司国际线网络图



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2014 年起公司加大国际线运力投入，宽体机队规模快速提升，2020 年前国际线 ASK 占比最高提升至 26%，份额最高提升至 11%，民营航司中位列第一。

图22：2020 年前公司国际线份额最高增长至 11%



资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所

第七航权开放带来广阔增长空间。2020 年 6 月，民航局公布《海南自由贸易港试点开放第七航权实施方案》，未来第七航权开放后，海南将成为国际中转中心，公司作为主基地航司，收入规模有望大幅提升。

(注：第七航权即完全第三国运输权，某国的航空公司完全在其本国领土以外经营独立的航线，在境外两国间载运客货的权利。)

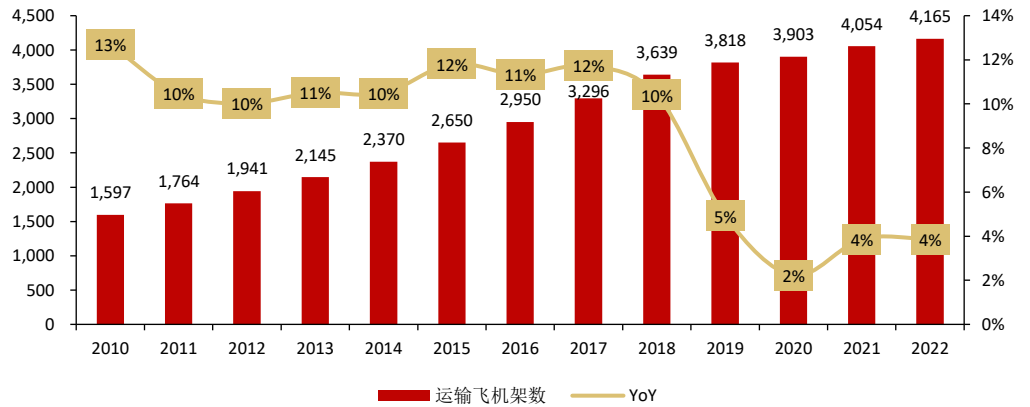
3 供需错配叠加票价市场化驱动高盈利周期

3.1 行业供给增速确定性向下，奠定周期向上基础

空域形成的航空供给硬约束长期存在。国内民航可用的非管制空域不足、低空空域开放范围有限，且由于人口分布，航线集中在胡焕庸线东南，密度过高，导致时刻增加困难。

飞机引进速度在 2019 年后出现断崖式下滑。行业供给可拆分成飞机数量、单机座位量及飞机利用率，其中飞机数量为供给端最重要的变量，自 2017 年民航局“控总量”调控以来，行业机队引进速度明显放缓，2019 年又受 3 月波音最新一代窄体机机型 737max 停飞影响全年行业机队增速降至 5%，2020 年行业机队增速仅为 2%。

图23：行业机队引进速度自 2017 年后放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

- **波音：**2023 年 4 月，波音表示，因制造缺陷问题暂停部分 737MAX 机型的交付。4 月波音交付量下滑至 26 架，环比 3 月-57%，降至 2022 年 7 月以来最低水平。4 月底，波音表示计划 2023 年底将产能提高至每月 38 架（较 2022 年目标推迟约半年），2025/2026 年期间将产能提高至每月 50 架（较 2022 年目标推迟一年以上）。
- **空客：**因发动机等零部件出现供应链短缺问题，23Q1 交付量同比下滑 9% 至 127 架。根据空客 23 年表态，月度产能计划目标是到 2024 年底达到 65 架、到 2026 年增加至 75 架，相比 2022 年的目标预测均推迟一年。

图24：波音、空客飞机月度交付量（架）及产量规划



资料来源：波音、空客官网、Wind，浙商证券研究所

- 按照上市航司 22 半年报/21 年报披露的机队引进/退出计划，三大航机队规模 19-24 年 CAGR 约 2.9%，假设订单如期交付，19-24 年三大航机队 CAGR 约 2.9%，供给增速下降仍具确定性。
- 考虑到 737MAX 复飞/交付、国产大飞机商用/交付不确定性较大、国产 ARJ21 飞机为支线小飞机，剔除掉计划新引进 737MAX、国产飞机的影响，三大航机队规模 19-24 年 CAGR 为 1.3%

表7: 按照上市航司 22 半年报/21 年报披露的机队引进/退出计划的机队增速测算

	21 年末 客机数	引进计划			退出计划			净增			增速			19-24 年 CAGR
		22 年	23 年	24 年	22 年	23 年	24 年	22 年	23 年	24 年	22 年	23 年	24 年	
国航	741	46	19	40	22	18	16	24	1	24	3.2%	0.1%	3.1%	2.6%
南航	862	67	71	37	7	7	17	60	64	20	7.0%	6.9%	2.0%	3.5%
东航	752	34	37	41	13	16	21	21	21	20	2.8%	2.7%	2.5%	2.4%
三大航 合计	2355	147	127	118	42	41	54	105	86	64	4.5%	3.5%	2.5%	2.9%
春秋	113	9	13	10	3	4	2	6	9	8	5.3%	7.6%	6.3%	10.9%
吉祥	110	11	10	11	4	未披露		7	10	11	6.4%	8.5%	8.7%	8.9%
合计	2578	167	150	139	49	45	56	118	105	83	4.6%	3.9%	3.0%	3.4%

资料来源: Wind、民航局、公司公告, 浙商证券研究所

表8: 剔除掉计划新引进 737MAX、国产飞机影响后的机队增速测算

	21 年末 客机数	引进计划			退出计划			净增			增速			19-24 年 CAGR
		22 年	23 年	24 年	22 年	23 年	24 年	22 年	23 年	24 年	22 年	23 年	24 年	
国航	741	36	10	31	22	18	16	14	-8	15	1.9%	-1.1%	2.0%	1.9%
南航	862	20	24	0	7	7	17	13	17	-17	1.5%	1.9%	-1.9%	0.6%
东航	752	23	24	32	13	16	21	10	8	11	1.3%	1.0%	1.4%	1.6%
三大航 合计	2355	79	58	63	42	41	54	37	17	9	1.6%	0.7%	0.4%	1.3%
春秋	113	9	13	10	3	4	2	6	9	8	5.3%	7.6%	6.3%	10.9%
吉祥	110	11	10	11	4	未披露		7	10	11	6.4%	8.5%	8.7%	8.9%
合计	2578	99	81	84	49	45	56	50	36	28	1.9%	1.4%	1.1%	2.0%

资料来源: Wind、民航局、公司公告, 浙商证券研究所

3.2 票价市场化持续推进打开盈利天花板

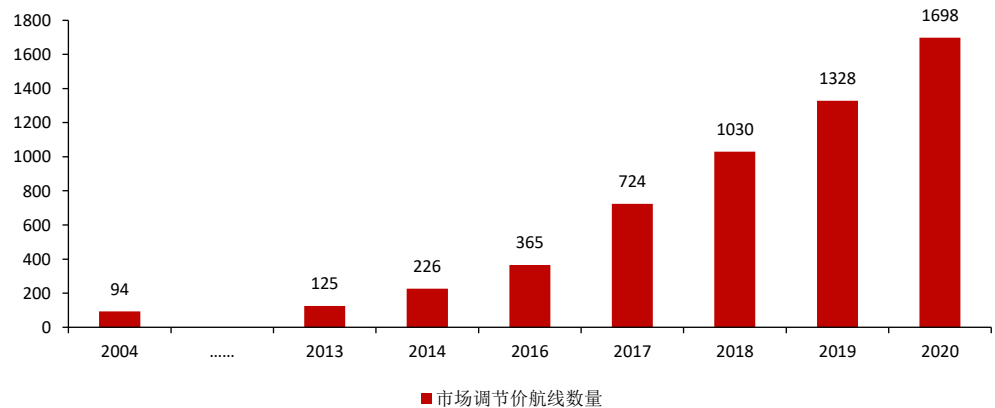
票价市场化持续推进，市场调节价航线逐年增加。自2004年起正式开启票价市场化的改革探索，票价管制逐步放开、实行市场化航线逐年增加。2017年底民航局和发改委联合印发通知，进一步推动票价市场化改革。其中北上广深互飞航线的票价管控全部放开，航司每年可以上调价格两次，每次上调幅度不超过10%，长期提价打开盈利天花板。

表9：票价市场化进程不断推进

日期	主要内容
2004.4	由政府直接管理改为对基准价（0.75元/客公里）和浮动幅度（上浮不超过基准价的25%，下浮不超过45%）的间接管理
2010.4	取消两舱（头等舱、公务舱）票价管制
2013.1	取消票价下浮幅度限制，部分航线实行市场调节价
2015.12	到2017年，民航竞争性化解运输价格和收费基本放开；到2020年，市场决定价格机制基本完善，科学、规范、透明的价格监管制度基本建立
2016.11	800公里以下航线、800公里以上与高铁形成竞争航线的票价交由航司自主制定
2017.12	5家及以上航空运输企业参与运营的国内航线实行市场调节价；每家航司每航季上调实施市场调节价的航线条数原则上不超过上航季实行市场调节价航线总数的15%（不足10条航线的最多可以调成为10条）；每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不超过10%；北上广深互飞航线全部放开
2020.12	3家及以上航空运输企业参与运营的国内航线实行市场调节价

资料来源：民航局，浙商证券研究所

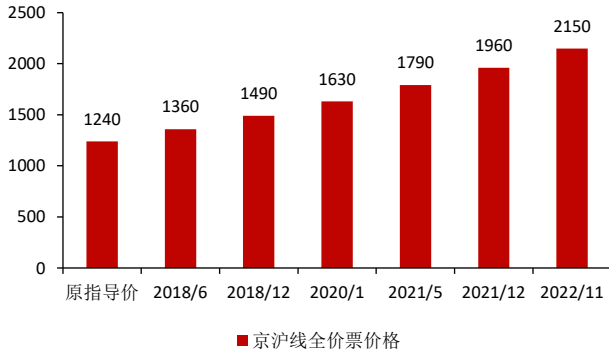
图25：国内实行市场调节价的航线数量逐年增加



资料来源：民航局，浙商证券研究所

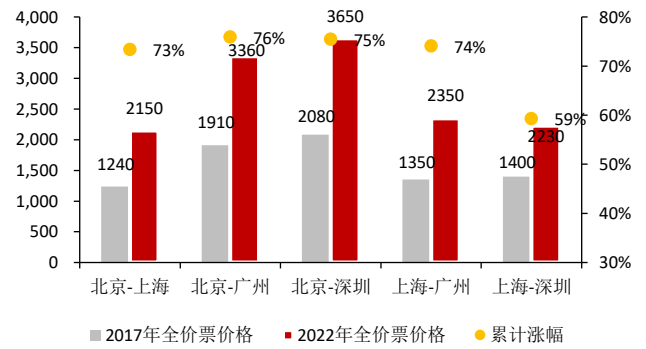
主流商务航线已经历6轮提价，涨幅超70%。截至2023年夏秋航季，航司已对经济舱机票全价进行多次提价，其中主要的商务航线——北上广深互飞已提价6次，累计涨幅达73%。核心航线价值逐步凸显，拥有更多商务航线和公商务旅客的航司将直接获益。

图26: 京沪线 2017 年至今已经过 6 轮调价



资料来源: 民航局、携程, 浙商证券研究所

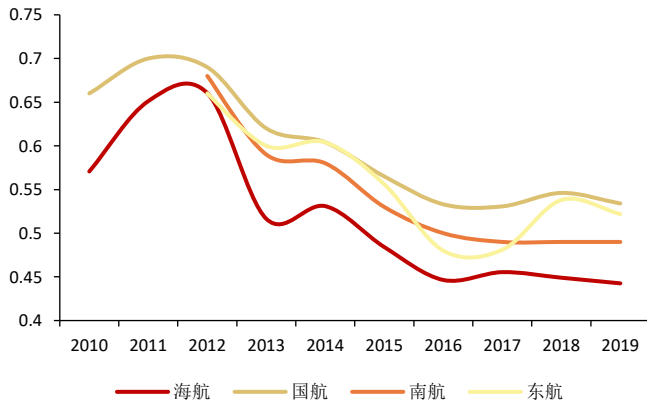
图27: 一线互飞航线涨幅超 70%



资料来源: 民航局、携程, 浙商证券研究所

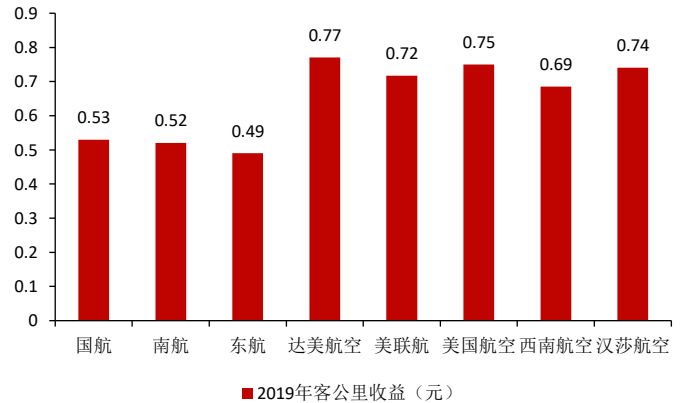
- **纵向对比:** 2020 年前票价持续下行, 2019 年整体票价较 2011-2012 年高点下降 20% 以上。由于我国航空业尚处成长期, 不同于已度过价格战抢夺市场份额阶段的美国航空业。国内航司间竞争激烈, 2020 年前行业运力快速增长, 航司倾向于用票价换客座率, 并且航线不断下沉, 导致平均收益水平受限。前四大航的客公里收益自 2011 年后呈持续下行趋势。
- **横向对比:** 国内三大航与海外航司差距明显, 差距在 30% 以上。

图28: 2020 年前四大航客公里收益不断下行 (元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图29: 国内航司票价较其他国家航司存在较大提升空间



资料来源: 公司公告、Bloomberg, 浙商证券研究所
注: 汇率按照 2019 年人民币兑美元、人民币兑欧元的即期汇率

4 盈利预测与估值

1)**ASK**: 我们预计 2023-2025 年 ASK 同比增速分别为 200%、19%、4%: 假设 2023 年国内线基本恢复至 2019 年水平, 2024-2025 年增速分别 3.5%、4.5%。假设 2023 年国际和地区线运力恢复至 2019 年的 50%, 2024 年完全恢复, 2025 年增速 4.5%。

2)**客座率**: 预计 2023-2025 年逐步恢复至疫前水平, 假设 2023-2025 年客座率分别为 80.5%、81.2%、82.2%。

3)**客公里收益**: 我们预计随着过去积压出行需求的释放, 以及票价市场化持续推进, 国内线客公里收益水平将上升; 国际线方面, 随着航班量不断恢复, 国际线票价将逐步降至 2020 年前水平。我们预计 2023-2025 年整体客公里收益增速分别为-5%、-2%、-1%。

表10: 海航控股营业收入核心假设

百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	22864	63681	74455	78308
(+/-%)	-32.8%	178.5%	16.9%	5.2%
航空客运				
收入(百万元)	17372.4	58838.7	69041.1	72312.8
(+/-%)	-36.3%	238.7%	17.3%	4.7%
ASK (合计)	49,520	148,391	176,137	184,063
(+/-%)	-40.9%	200%	19%	4%
客座率 (合计)	67.7%	80.5%	81.2%	82.2%
(+/-%)	-7.0%	12.8%	0.7%	1.0%
客公里收益	0.5183	0.4924	0.4826	0.4778
(+/-%)	19.1%	-5.0%	-2.0%	-1.0%
ASK				
ASK (国内)	48,029	124,876	129,247	135,063
(+/-%)	-42.0%	160.0%	3.5%	4.5%
ASK (国际)	1,489	23,097	46,195	48,273
(+/-%)	51.1%	1500.0%	100.0%	4.5%
ASK (地区)	2	417	695	727
(+/-%)	-	18364.1%	66.7%	4.5%
客座率				
客座率 (国内)	68.3%	83.3%	85.3%	86.3%
(+/-%)	-6.72%	15%	2%	1%
客座率 (国际)	48.0%	66.0%	70.0%	71.0%
(+/-%)	0.47%	18%	4%	1%
客座率 (地区)	49.6%	54.6%	69.6%	72.6%
(+/-%)	-7%	5%	15%	3%
航空货运收入	2420.4	1694.3	2182.2	2671.1
其他主营业务	762	838	922	1014
其他收入	2309	2309	2309	2309

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

预计公司 2023-2025 年归母净利润-18、33、38 亿元，EPS 为-0.04、0.08、0.09 元。随着出行需求恢复，叠加票价市场化持续推进，公司作为国内第四大航，经营能力领先，有望受益航空景气周期向上。首次覆盖，给予“增持”评级。

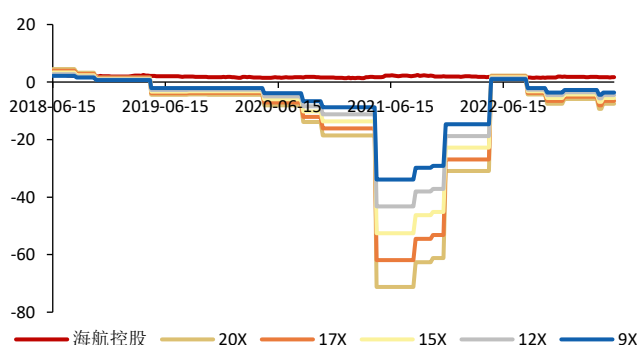
表11: 可比公司估值表 (截至 8.7)

公司简称	EPS					PE			PB			
	2022A	2023E	2024E	2025E	TTM	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
中国国航	-2.66	0.17	1.12	1.29	-	52.3	8.1	7.1	6.2	4.4	2.9	2.1
南方航空	-1.8	0.17	0.76	0.95	-	40.3	9.2	7.2	3.0	2.7	2.1	1.6
中国东航	-1.68	0.08	0.56	0.65	-	62.7	8.5	7.4	3.7	3.1	2.3	1.8
春秋航空	-3.10	1.98	3.64	4.58	-	29.2	15.9	12.6	4.1	3.6	3.0	2.4
吉祥航空	-1.87	0.6	1.28	1.57	-	28.7	13.3	10.9	4.0	3.5	2.8	2.2
平均值	-2.22	0.60	1.47	1.81	-	42.6	11.0	9.0	4.2	3.5	2.6	2.0
海航控股	-0.47	-0.04	0.08	0.09	-	-	22.0	19.0	61.6	-114.5	27.3	11.2

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

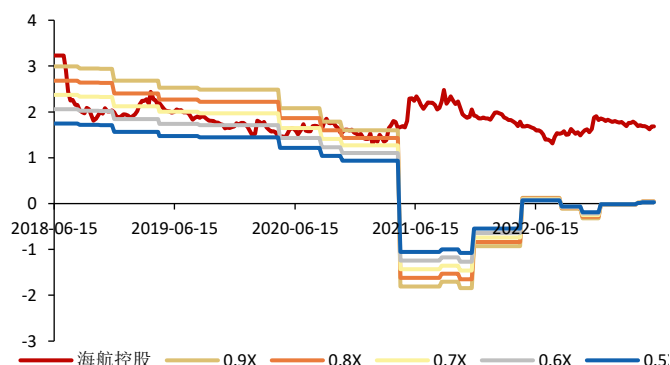
注: 中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空为 Wind 一致预期, 海航控股为我们预测。

图30: 历史 P/E (截至 8.7)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图31: 历史 P/B (截至 8.7)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

- 1) 国内出行恢复不及预期，导致航空需求不及预期，导致票价涨幅不及预期；
- 2) 国际线恢复不及预期，导致国际线收入恢复不及预期；
- 3) 油价大幅上涨导致燃油成本增加；
- 4) 航司具有较大美元敞口，人民币贬值将导致汇兑亏损；
- 5) 当前资产负债率过高，重组后留债的偿还压力较大等。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	22567	76286	59286	76491
现金	10638	50095	30565	47776
交易性金融资产	278	286	295	304
应收账款	1146	2887	1661	235
其它应收款	7057	19104	22336	23492
预付账款	623	1137	1217	1248
存货	1320	1799	2141	2251
其他	1505	978	1070	1184
非流动资产	115547	95979	93262	85127
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	51	3452	1186	1563
固定资产	40516	32682	25016	17604
无形资产	1558	1769	2033	2266
在建工程	4913	2722	1677	895
其他	68510	55354	63350	62799
资产总计	138114	172265	152548	161617
流动负债	30842	85127	52194	61135
短期借款	80	11735	3938	5251
应付款项	7591	16676	14734	16274
预收账款	0	0	0	0
其他	23171	56716	33522	39610
非流动负债	106813	88574	98346	94491
长期借款	46631	45699	43833	41968
其他	60182	42875	54513	52523
负债合计	137655	173700	150540	155627
少数股东权益	(706)	(808)	(621)	(405)
归属母公司股东权益	1164	(627)	2629	6396
负债和股东权益	138114	172265	152548	161617

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(2194)	4708	6533	11095
净利润	(21410)	(1894)	3443	3983
折旧摊销	4700	2895	2889	2887
财务费用	11934	6220	3488	3263
投资损失	(168)	(168)	(168)	(168)
营运资金变动	3957	(1424)	(6868)	1232
其它	(1207)	(920)	3749	(102)
投资活动现金流	2673	2812	8551	4766
资本支出	3315	7492	6179	5662
长期投资	10	(4160)	2770	(460)
其他	(652)	(520)	(398)	(436)
筹资活动现金流	6685	31936	(34614)	1350
短期借款	80	11655	(7797)	1313
长期借款	(2083)	(933)	(1865)	(1865)
其他	8688	21213	(24952)	1903
现金净增加额	7164	39456	(19530)	17211

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	22864	63681	74455	78308
营业成本	34623	53262	59717	62667
营业税金及附加	236	386	501	603
营业费用	927	2547	2829	2976
管理费用	1070	2929	2978	3132
研发费用	59	159	186	196
财务费用	11934	6220	3488	3263
资产减值损失	863	1274	1489	1566
公允价值变动损益	(1668)	0	0	0
投资净收益	168	168	168	168
其他经营收益	(39)	142	57	54
营业利润	(28385)	(2787)	3492	4127
营业外收支	559	559	559	559
利润总额	(27827)	(2228)	4050	4686
所得税	(6417)	(334)	608	703
净利润	(21410)	(1894)	3443	3983
少数股东损益	(1163)	(103)	187	216
归属母公司净利润	(20247)	(1791)	3256	3766
EBITDA	(20484)	4323	10459	10835
EPS (最新摊薄)	(0.47)	(0.04)	0.08	0.09

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-32.76%	178.52%	16.92%	5.17%
营业利润	-883.10%	90.18%	225.31%	18.19%
归属母公司净利润	-	-	-	15.68%
获利能力				
毛利率	-51.43%	16.36%	19.79%	19.97%
净利率	-93.64%	-2.97%	4.62%	5.09%
ROE	-354.42%	366.94%	1136.91%	94.18%
ROIC	-16.64%	0.90%	5.40%	5.39%
偿债能力				
资产负债率	99.67%	100.83%	98.68%	96.29%
净负债比率	46.60%	57.67%	46.81%	48.09%
流动比率	0.73	0.90	1.14	1.25
速动比率	0.69	0.88	1.09	1.21
营运能力				
总资产周转率	0.16	0.41	0.46	0.50
应收账款周转率	13.94	24.00	17.35	17.42
应付账款周转率	4.38	4.64	3.96	4.25
每股指标(元)				
每股收益	-0.47	-0.04	0.08	0.09
每股经营现金	-0.05	0.11	0.15	0.26
每股净资产	0.03	-0.01	0.06	0.15
估值比率				
P/E	-3.54	-40.05	22.03	19.05
P/B	61.61	-114.47	27.28	11.22
EV/EBITDA	-8.99	35.99	14.99	13.12

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>