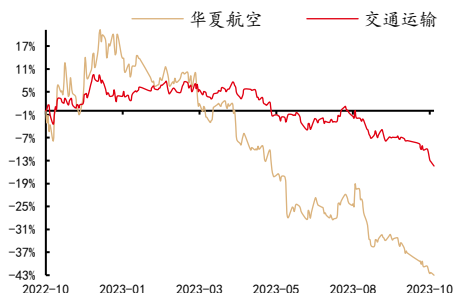


股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	6.56
总股本/流通股本(亿股)	12.78 / 12.24
总市值/流通市值(亿元)	84 / 80
52 周内最高/最低价	13.96 / 6.56
资产负债率(%)	76.8%
市盈率	-3.43
第一大股东	华夏航空控股(深圳)有限公司

研究所

分析师: 曾凡喆  
SAC 登记编号: S1340523100002  
Email: zengfanzhe@cnpsec.com

华夏航空(002928)

旺季客流复苏，实现单季度扭亏为盈

● 华夏航空披露 2023 年三季报

华夏航空披露 2023 年三季报，1-3 季度实现营业收入 38.5 亿，同比增长 90.0%，其中第三季度营业收入 16.4 亿，同比增长 110.9%。1-3 季度实现归母净利润-6.97 亿，同比大幅减亏，其中第三季度实现归母净利润 0.55 亿，实现扭亏为盈。

● 旺季客流复苏，单季度扭亏为盈

收入端，随着航班量及运投恢复，公司三季度可用座公里同比提高 103.9%，相比 2019 年同期增长 9.2%；得益于民航需求复苏，客流恢复，三季度公司旅客周转量同比增长 137.0%，相比 2019 年同期增长 5.7%。三季度公司客座率恢复至 80.1%，同比提高 11.17pct，相比 2019 年同期下降 2.71pct。三季度公司单位运价相比 2019 年同期变化不大，因运量有所提升，公司单季度营业收入创新高。

成本端，三季度国际油价环比有所走高，叠加公司业务量增长，公司营业成本 14.6 亿，同比提高 39.1%。三季度公司毛利 1.81 亿，同比扭亏。因业务量增长，公司销售、管理费用有所提升，但费用率同比显著下降，财务费用因汇率基本稳定而趋于平稳。整体来看，公司三季度业绩实现扭亏并小幅盈利，基本符合预期。

● 航班量有望进一步增长，业绩有望持续回升

四季度民航市场进入淡季，但公司航班量基本保持平稳，随着航班量继续恢复，公司产能利用率有望进一步提升，摊薄固定成本。未来民航整体供给增速保持低位，需求平稳复苏，公司也将受益于民航景气度向上带来的提振，业绩有望持续回升。

● 盈利预测及投资建议

基于民航景气度持续向上的市场假设，基于航油价格中枢为 7000 元/吨的假设，预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 51.7 亿、77.1 亿、94.3 亿，同比分别增长 95.6%、49.0%、22.3%，实现归母净利润分别为-8.0 亿、3.5 亿、8.4 亿，同比分别扭亏、增长 144.4%、增长 136.5%。2023 年 10 月 23 日收盘价对应 2024-2025 年 EPS 的 PE 估值分别为 23.7X、10.0X，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示：

宏观经济下滑，民航需求恢复不及预期，油价大幅上涨，汇率贬值，安全事故。

■ 盈利预测和财务指标

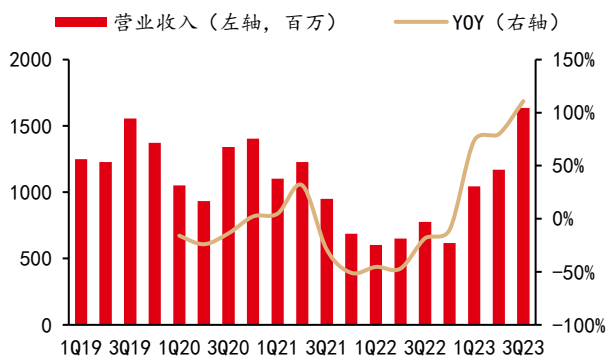
项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2643	5171	7707	9425
增长率(%)	-33.34	95.63	49.04	22.29
EBITDA（百万元）	-345.34	729.44	2016.94	2654.35
归属母公司净利润（百万元）	-1974.16	-798.02	353.91	836.91
增长率(%)	-1653.77	59.58	144.35	136.48
EPS（元/股）	-1.54	-0.62	0.28	0.65
市盈率（P/E）	-4.25	-10.51	23.69	10.02
市净率（P/B）	2.07	2.56	2.30	1.87
EV/EBITDA	-81.10	27.04	10.30	7.78

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1 华夏航空披露 2023 年三季报

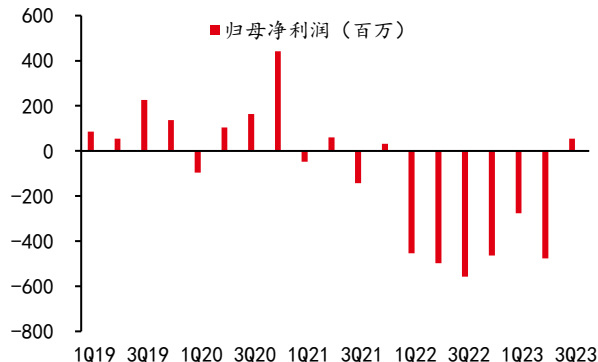
华夏航空披露 2023 年三季报，1-3 季度实现营业收入 38.5 亿，同比增长 90.0%，其中第三季度营业收入 16.4 亿，同比增长 110.9%。1-3 季度实现归母净利润-6.97 亿，同比大幅减亏，其中第三季度实现归母净利润 0.55 亿，实现扭亏为盈。

图表1：华夏航空季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表2：华夏航空季度归母净利润走势



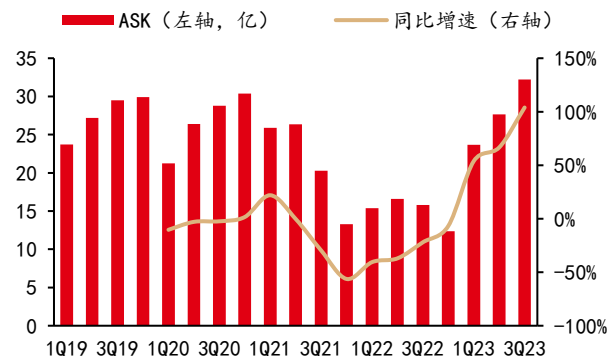
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 2 点评

### 2.1 旺季客流复苏，单季度扭亏为盈

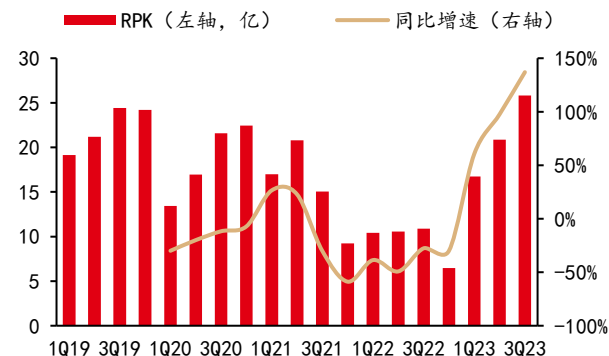
收入端，随着航班量及运投恢复，公司三季度可用座公里同比提高 103.9%，相比 2019 年同期增长 9.2%；得益于民航需求复苏，客流恢复，三季度公司旅客周转量同比增长 137.0%，相比 2019 年同期增长 5.7%。三季度公司客座率恢复至 80.1%，同比提高 11.17pct，相比 2019 年同期下降 2.71pct。三季度公司单位运价相比 2019 年同期变化不大，因运量有所提升，公司单季度营业收入创新高。

图表3：华夏航空季度 ASK 及同比增速



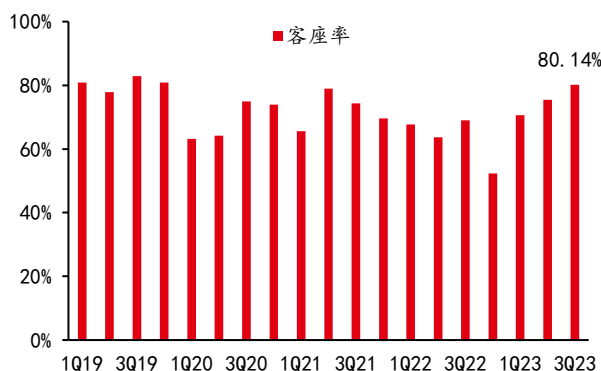
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表4：华夏航空季度 RPK 及同比增速



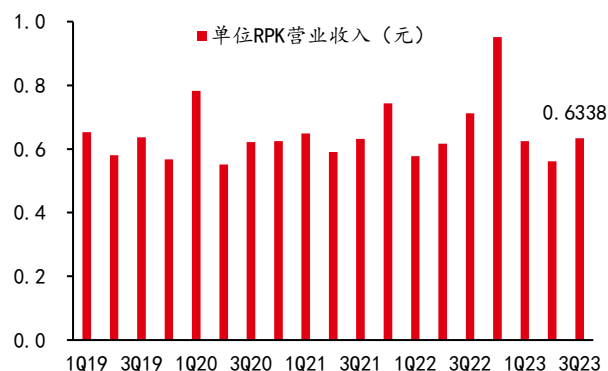
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表5：华夏航空季度客座率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

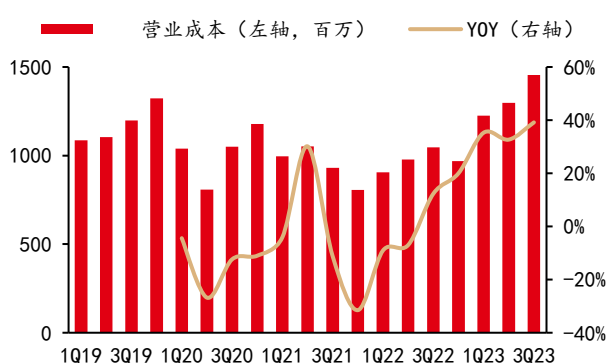
图表6：华夏航空季度单位 RPK 营业收入



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

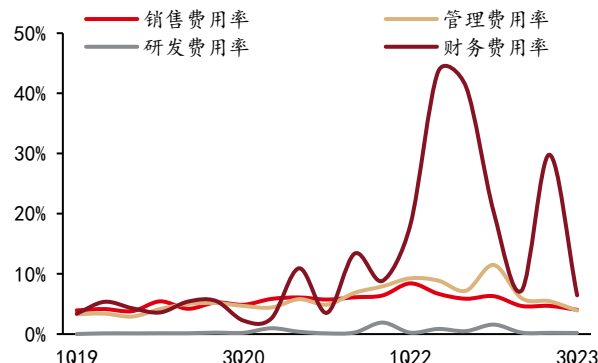
成本端，三季度国际油价环比有所走高，叠加公司业务量增长，公司营业成本 14.6 亿，同比提高 39.1%。三季度公司毛利 1.81 亿，同比扭亏。因业务量增长，公司销售、管理费用有所提升，但费用率同比显著下降，财务费用因汇率基本稳定而趋于平稳。整体来看，公司三季度业绩实现扭亏并小幅盈利，基本符合预期。

图表7：华夏航空营业成本及同比增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表8：华夏航空季度费用率走势



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 2.2 航班量有望进一步增长，业绩有望持续回升

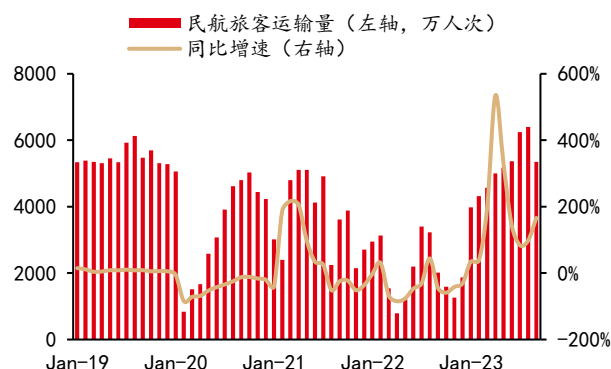
四季度民航市场进入淡季，但公司航班量基本保持平稳，随着航班量继续恢复，公司产能利用率有望进一步提升，摊薄固定成本。未来民航整体供给增速保持低位，需求平稳复苏，公司也将受益于民航景气度向上带来的提振，业绩有望持续回升。

图表9：华夏航空航班量走势



资料来源：飞常准，中邮证券研究所

图表10：民航旅客量及同比增速

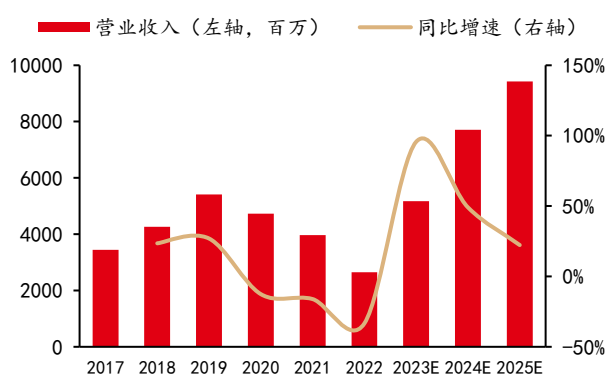


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

### 3 盈利预测及投资建议

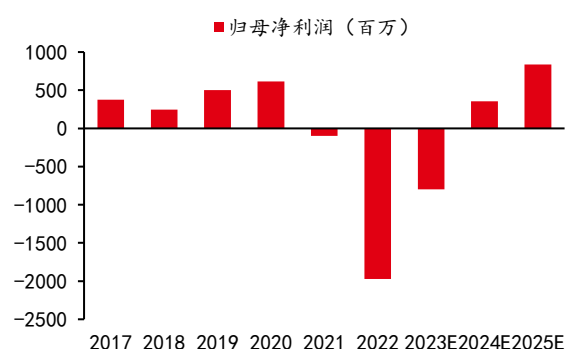
基于民航景气度持续向上的市场假设，基于航油价格中枢为 7000 元/吨的假设，预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 51.7 亿、77.1 亿、94.3 亿，同比分别增长 95.6%、49.0%、22.3%，实现归母净利润分别为-8.0 亿、3.5 亿、8.4 亿，同比分别扭亏、增长 144.4%、增长 136.5%。2023 年 10 月 23 日收盘价对应 2024-2025 年 EPS 的 PE 估值分别为 23.7X、10.0X，首次覆盖给予“增持”评级。

图表11：华夏航空收入预测



资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测

图表12：华夏航空归母净利润预测



资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测

### 4 风险提示：

宏观经济下滑，民航需求恢复不及预期，油价大幅上涨，汇率贬值，安全事故。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2643	5171	7707	9425	营业收入	-33.3%	95.6%	49.0%	22.3%
营业成本	3898	5545	6807	7835	营业利润	-	59.7%	144.1%	138.1%
税金及附加	14	16	23	28	归属于母公司净利润	-	59.6%	144.3%	136.5%
销售费用	179	233	293	358	<b>获利能力</b>				
管理费用	240	248	285	339	毛利率	-47.5%	-7.2%	11.7%	16.9%
研发费用	21	36	46	57	净利率	-74.7%	-15.4%	4.6%	8.9%
财务费用	837	619	513	543	ROE	-48.7%	-24.3%	9.7%	18.7%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	-7.8%	-1.6%	4.3%	6.6%
营业利润	-2341	-944	416	991	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	2	10	10	10	资产负债率	76.8%	82.7%	81.7%	79.3%
营业外支出	6	5	5	5	流动比率	0.88	0.78	0.80	0.91
利润总额	-2345	-939	421	996	<b>营运能力</b>				
所得税	-370	-141	67	159	应收账款周转率	2.68	5.39	5.98	5.89
净利润	-1974	-798	354	837	存货周转率	16.94	27.75	36.09	42.40
归母净利润	-1974	-798	354	837	总资产周转率	0.16	0.28	0.40	0.45
每股收益(元)	-1.54	-0.62	0.28	0.65	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	-1.54	-0.62	0.28	0.65
货币资金	1789	2560	2025	2698	每股净资产	3.17	2.57	2.85	3.50
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	870	1084	1509	1715	PE	-4.25	-10.51	23.69	10.02
预付款项	129	194	238	274	PB	2.07	2.56	2.30	1.87
存货	172	200	227	218	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	4127	4878	5196	6345	净利润	-1974	-798	354	837
固定资产	2654	3100	3503	3868	折旧和摊销	1154	1049	1082	1115
在建工程	1200	1120	1099	1084	营运资本变动	503	260	-824	-162
无形资产	187	192	197	202	其他	634	397	537	557
非流动资产合计	13369	14103	14692	15249	经营活动现金流净额	317	908	1149	2347
资产总计	17496	18981	19888	21593	资本开支	-352	-1614	-1663	-1662
短期借款	2187	2387	2587	2787	其他	45	-39	1	1
应付票据及应付账款	547	631	586	784	投资活动现金流净额	-307	-1653	-1662	-1661
其他流动负债	1973	3208	3282	3398	股权融资	2409	0	0	0
流动负债合计	4707	6227	6455	6969	债务融资	-394	1996	520	550
其他	8736	9475	9795	10145	其他	-1741	-496	-542	-563
非流动负债合计	8736	9475	9795	10145	筹资活动现金流净额	274	1500	-22	-13
负债合计	13443	15701	16250	17113	现金及现金等价物净增加额	308	771	-535	673
股本	1278	1278	1278	1278					
资本公积金	3296	3296	3296	3296					
未分配利润	-643	-1416	-1110	-394					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	122	122	175	300					
所有者权益合计	4052	3279	3638	4480					
负债和所有者权益总计	17496	18981	19888	21593					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。



## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048