

股票投资评级

买入|维持

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)	5.53
总股本/流通股本(亿股)	12.78 / 12.24
总市值/流通市值(亿元)	71 / 68
52周内最高/最低价	10.83 / 4.90
资产负债率(%)	83.0%
市盈率	-7.30
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)

一季度成功扭亏，看好运营持续修复

● 华夏航空披露 2023 年年报及 2024 年一季度报

华夏航空公布 2023 年年报及 2024 年一季度报，2023 年营业收入 51.5 亿元，同比增长 94.9%，归母净利润-9.65 亿元，业绩落于业绩预告上沿，同比显著减亏；2024 年一季度公司营业收入 16.2 亿元，同比增长 54.7%，实现归母净利润 2467 万元，同比扭亏。

● 一季度运营恢复，业务量及客座率显著提升

2023 年民航业整体复苏，公司客运量及收入均大幅提升。2024 年一季度公司业务延续复苏态势，航班量稳中有升，ASK 同比提高 48.6%，RPK 同比提高 62.0%，客座率 77.04%，同比提高 6.39pct，高基数下单位收入同比小幅下降，收入同比明显增长。

● 成本节约态势明显，费用率显著下降

2023 年公司成本随业务量恢复而明显提高，但结构上看，得益于人机比持续下降，公司非油成本中员工薪酬同比增幅不明显，此外，单位起降费、维修成本相比 2019 年均明显下降。2024 年一季度公司非油成本延续降低趋势，同比降低 20.2%。

费用端，得益于经营恢复，公司各项费用率均显著下降，2023 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.65%、5.18%、0.44%、7.47%，同比分别下降 2.12pct、3.91pct、0.34pct、20.17pct，2024 年一季度公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.09%、3.61%、0.10%、10.42%，同比分别下降 0.59pct、下降 2.36pct、下降 0.15pct、上升 3.21pct。

● 其他收益明显增长，拉动一季度实现扭亏

支线航空补贴管理办法修订后，公司补贴收益显著增长，2024 年一季度公司其他收益达到 2.46 亿元，同比提高 1.95 亿元，拉动公司一季度实现扭亏。考虑到支线航空补贴的可持续性，未来其有望持续带动公司业绩平稳恢复增长。

● 投资建议

2024 年 4 月 23 日习近平总书记主持召开新时代推动西部大开发座谈会，提出把旅游等服务业打造成区域支柱产业，支线航空市场发展潜力依然巨大。随着公司机队运营效率的不断恢复，公司营收有望保持增长，固定成本有望得到进一步摊薄，叠加补贴助力，预计公司业绩有望进一步增长。相比于前次报告，公司其他收益超出预期，自 2.0 亿元、7.0 亿元上调 2024-2025 年盈利预测至 4.0 亿元、7.7 亿元，引入 2026 年盈利预测，预计 2026 年盈利 11.1 亿元。公司 2024 年 4 月 23 日收盘价对应的 2024-2026 年预期 EPS 的 PE 估值分别为 17.5X、9.2X、6.4X，估值已处于较低水平，维持“买入”评级。

● 风险提示：

宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

盈利预测和财务指标

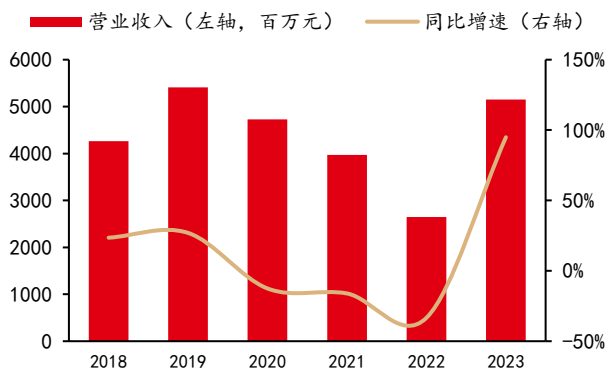
项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5151	6885	8247	9407
增长率(%)	94.89	33.66	19.78	14.07
EBITDA（百万元）	834.94	1767.27	2252.39	2723.85
归属母公司净利润（百万元）	-964.98	403.91	770.51	1110.95
增长率(%)	51.12	141.86	90.76	44.18
EPS(元/股)	-0.75	0.32	0.60	0.87
市盈率（P/E）	-7.33	17.50	9.17	6.36
市净率（P/B）	2.29	2.04	1.67	1.32
EV/EBITDA	24.59	10.97	8.60	7.00

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 华夏航空披露 2023 年年报及 2024 年一季报

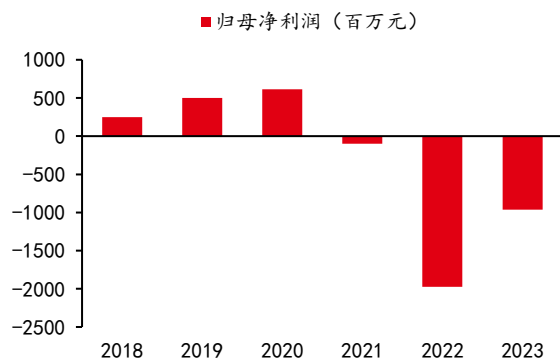
华夏航空公布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年营业收入 51.5 亿元，同比增长 94.9%，归母净利润-9.65 亿元，业绩落于业绩预告上沿，同比显著减亏；2024 年一季度公司营业收入 16.2 亿元，同比增长 54.7%，实现归母净利润 2467 万元，同比扭亏。

图表1：华夏航空营业收入及同比增速



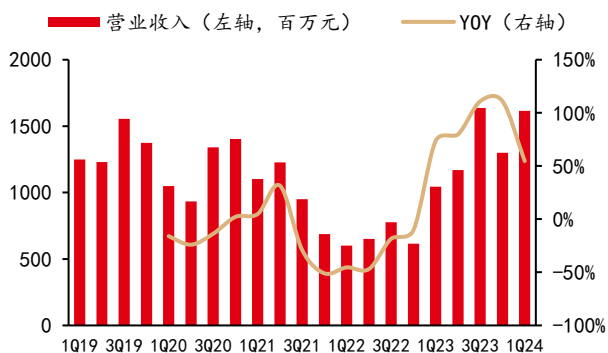
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表2：华夏航空归母净利润



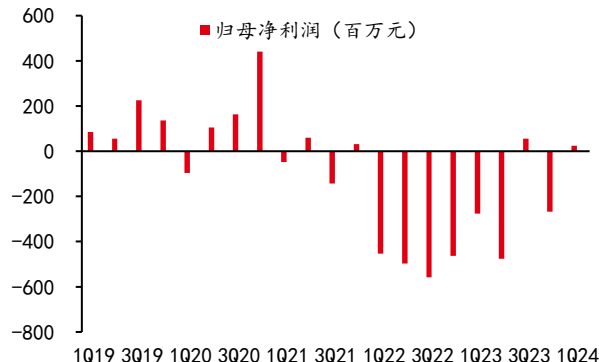
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表3：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

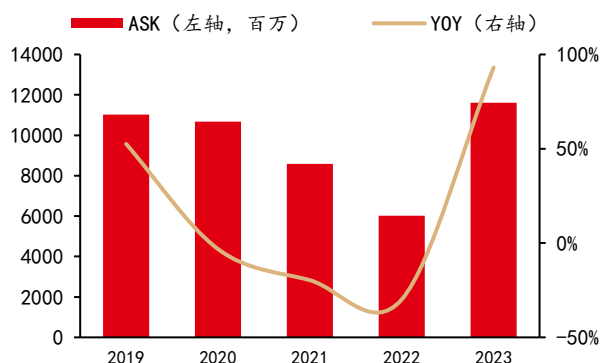
图表4：华夏航空季度归母净利润



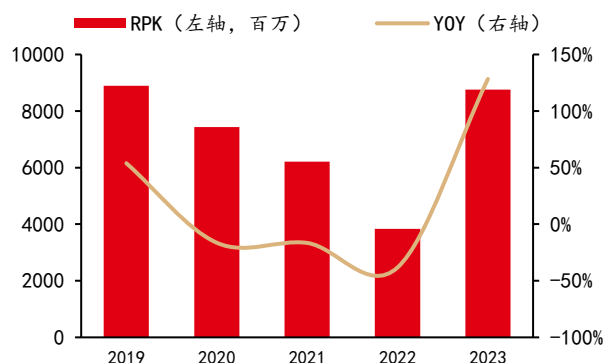
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2 一季度运营恢复，业务量及客座率显著提升

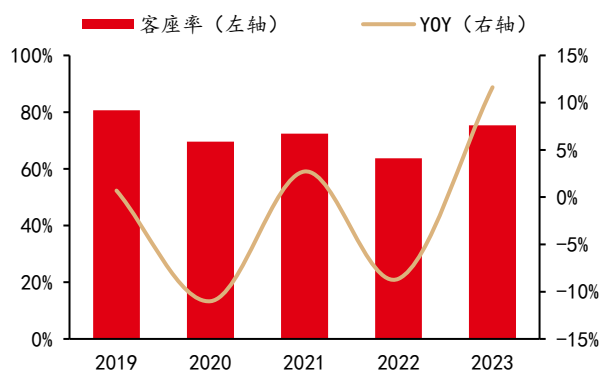
2023 年民航业整体复苏，公司客运量及收入均大幅提升。2024 年一季度公司业务延续复苏态势，航班量稳中有升，ASK 同比提高 48.6%，RPK 同比提高 62.0%，客座率 77.04%，同比提高 6.39pct，高基数下单位收入同比小幅下降，收入同比明显增长。

图表5：华夏航空 ASK 及同比增速


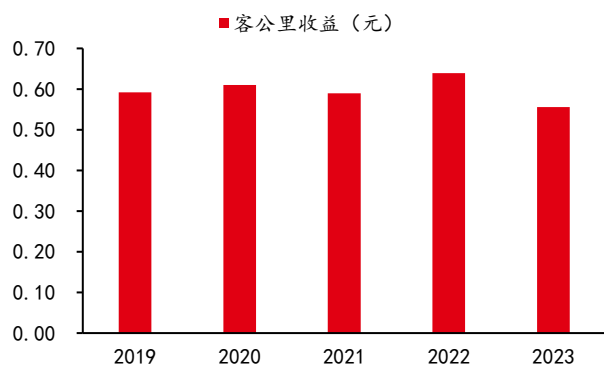
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表6：华夏航空 RPK 及同比增速


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表7：华夏航空客座率及同比变化


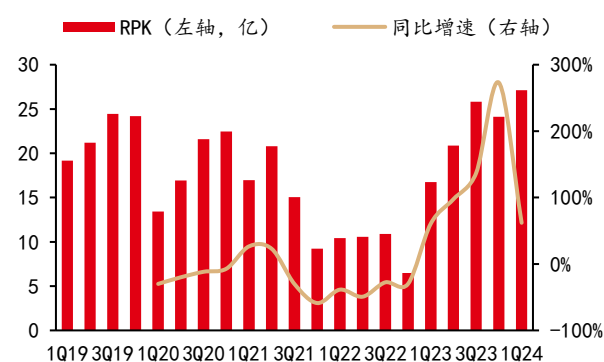
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表8：华夏航空客公里收益情况


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

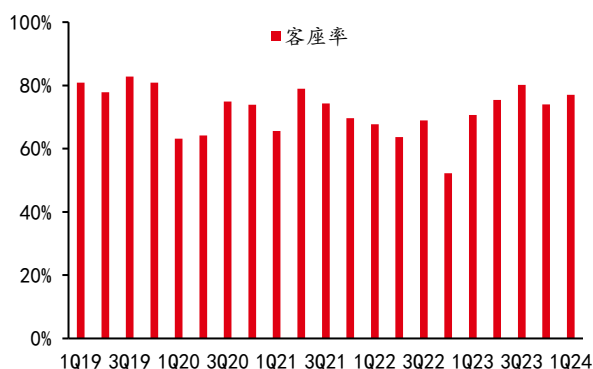
图表9：华夏航空季度 ASK 及同比增速


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表10：华夏航空季度 RPK 及同比增速


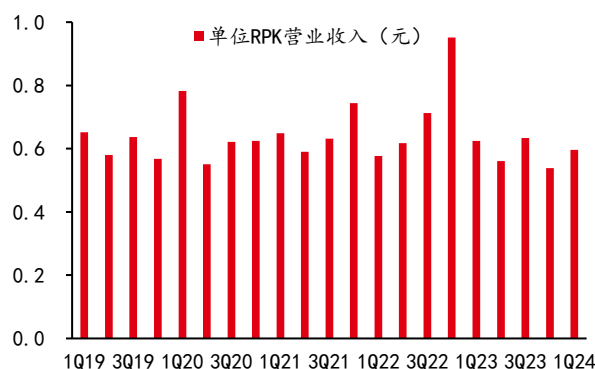
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表11：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12：华夏航空季度单位 RPK 营业收入



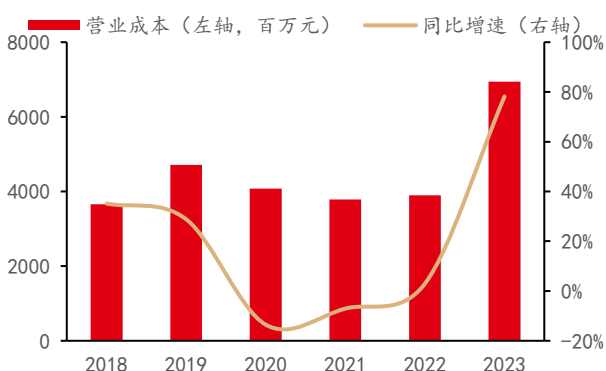
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3 成本节约态势明显，费用率显著下降

2023 年公司成本随业务量恢复而明显提高，但结构上看，得益于人机比持续下降，公司非油成本中员工薪酬同比增幅不明显，此外，单位起降费、维修成本相比 2019 年均明显下降。2024 年一季度公司非油成本延续降低趋势，同比降低 20.2%。

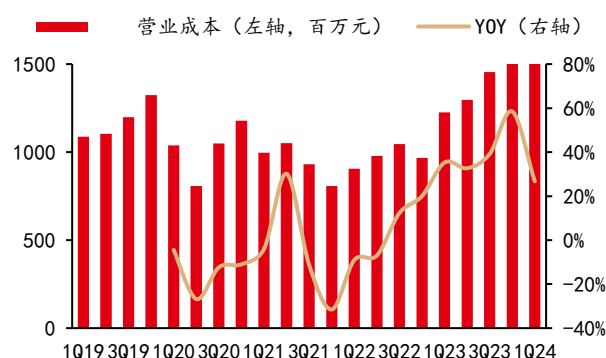
费用端，得益于经营恢复，公司各项费用率均显著下降，2023 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.65%、5.18%、0.44%、7.47%，同比分别下降 2.12pct、3.91pct、0.34pct、20.17pct，2024 年一季度公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.09%、3.61%、0.10%、10.42%，同比分别下降 0.59pct、下降 2.36pct、下降 0.15pct、上升 3.21pct。

图表13：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14：华夏航空季度营业成本及同比增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4 其他收益明显增长，拉动一季度实现扭亏

支线航空补贴管理办法修订后，公司补贴收益显著增长，2024 年一季度公司其他收益达到 2.46 亿元，同比提高 1.95 亿元，拉动公司一季度实现扭亏。考虑到支线航空补贴的可持续性，未来其有望持续带动公司业绩平稳恢复增长。

5 投资建议

2024 年 4 月 23 日习近平总书记主持召开新时代推动西部大开发座谈会，提出把旅游等服务业打造成区域支柱产业，支线航空市场发展潜力依然巨大。随着公司机队运营效率的不断恢复，公司营收有望保持增长，固定成本有望得到进一步摊薄，叠加补贴助力，预计公司业绩有望进一步增长。相比于前次报告，公司其他收益超出预期，自 2.0 亿元、7.0 亿元上调 2024-2025 年盈利预测至 4.0 亿元、7.7 亿元，引入 2026 年盈利预测，预计 2026 年盈利 11.1 亿元。公司 2024 年 4 月 23 日收盘价对应的 2024-2026 年预期 EPS 的 PE 估值分别为 17.5X、9.2X、6.4X，估值已处于较低水平，维持“买入”评级。

图表15：华夏航空单月执飞航班量（架次）



资料来源：飞常准，中邮证券研究所

6 风险提示

宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	5151	6885	8247	9407	营业收入	94.9%	33.7%	19.8%	14.1%
营业成本	5513	6511	7311	8116	营业利润	54.0%	145.1%	85.7%	45.3%
税金及附加	16	21	25	28	归属于母公司净利润	51.1%	141.9%	90.8%	44.2%
销售费用	239	262	305	339	获利能力				
管理费用	267	275	322	357	毛利率	-7.0%	5.4%	11.4%	13.7%
研发费用	23	34	41	47	净利率	-18.7%	5.9%	9.3%	11.8%
财务费用	593	515	521	540	ROE	-31.3%	11.7%	18.2%	20.7%
资产减值损失	-13	-3	0	0	ROIC	-2.6%	4.8%	6.5%	7.7%
营业利润	-1078	486	902	1311	偿债能力				
营业外收入	5	5	20	20	资产负债率	83.0%	82.0%	79.7%	76.5%
营业外支出	28	10	5	5	流动比率	0.71	0.77	0.87	1.02
利润总额	-1100	481	917	1326	营运能力				
所得税	-135	77	147	215	应收账款周转率	5.93	6.16	5.83	5.90
净利润	-965	404	771	1111	存货周转率	28.15	33.53	39.26	46.34
归母净利润	-965	404	771	1111	总资产周转率	0.29	0.37	0.41	0.43
每股收益(元)	-0.75	0.32	0.60	0.87	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.75	0.32	0.60	0.87
货币资金	1920	1478	2088	3034	每股净资产	2.42	2.71	3.32	4.19
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	900	1348	1501	1712	PE	-7.33	17.50	9.17	6.36
预付款项	188	228	256	243	PB	2.29	2.04	1.67	1.32
存货	194	217	203	203	现金流量表				
流动资产合计	4076	4408	5378	6689	净利润	-965	404	771	1111
固定资产	3012	3426	3891	4309	折旧和摊销	1319	772	815	858
在建工程	944	923	909	898	营运资本变动	421	-758	-108	-206
无形资产	178	183	188	193	其他	547	406	511	536
非流动资产合计	14103	14798	15455	16070	经营活动现金流净额	1322	823	1988	2298
资产总计	18179	19206	20834	22758	资本开支	-541	-1385	-1452	-1451
短期借款	2077	2277	2477	2677	其他	0	-1	-1	-1
应付票据及应付账款	571	561	731	812	投资活动现金流净额	-541	-1386	-1453	-1452
其他流动负债	3104	2895	2977	3055	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	5752	5733	6185	6544	债务融资	1030	651	600	650
其他	9340	10009	10409	10859	其他	-1766	-521	-525	-551
非流动负债合计	9340	10009	10409	10859	筹资活动现金流净额	-736	130	75	99
负债合计	15092	15742	16594	17403	现金及现金等价物净增加额	56	-443	610	946
股本	1278	1278	1278	1278					
资本公积金	3296	3296	3296	3296					
未分配利润	-1608	-1292	-632	317					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	122	182	298	465					
所有者权益合计	3088	3464	4240	5356					
负债和所有者权益总计	18179	19206	20834	22758					

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