

华夏航空 (002928)

证券研究报告
2024年05月26日

困境反转，盈利能力有望回升

支线航司龙头，中长期发展前景广阔

华夏航空聚焦支线航空市场，在旅客周转量等方面，遥遥领先多数支线航司。支线蓝海市场，未来空间广阔。航网通达性提升，支线航空发展迅速。随着中西部地区经济增长迅速、支线发展利好政策不断落地，支线航空中长期发展前景广阔。未来随着经济复苏，支线航空需求释放，华夏航空的收入与利润有望回升。

困境反转，盈利能力有望回升

一方面，华夏航空加强风险管控，走出“安全事故”困境。整改措施相应落地，华夏航空运营能力不断恢复、改善，盈利能力有望回升。另一方面，华夏航空经营能力增强，走出“高政府补贴依赖度”困境。华夏航空通过灵活调度航网结构、提高通程业务占比及规模经济效应，巧妙缓解政府补贴不确定带来的盈利风险，经营能力不断提高，盈利能力有望回升。

支线补贴政策调整助推 Q1 业绩超预期，可持续经营拐点或现

经济复苏，量微升、价略跌。2023 年华夏航空的客公里收益达 0.56 元/客公里，同比下跌 13%，约为 2019 年的 94% 水平。截至 2024 年 Q1，华夏航空的客座率为 77%，环比增加 2%，已接近 2019 年水平。2018-2023 年，华夏航空的机构运力购买收入占比从 36% 下降至 19%。2024Q1 华夏航空的归母净利润达 0.25 亿元，扭亏为盈，主要系民航局支线补贴政策调整带来的其他收益增加。未来随着中国的支线航空补贴政策持续更新完善，我们认为华夏航空的政府补贴力度有望进一步提高，盈利能力回升，可持续经营拐点或将显现。

调整盈利预测

考虑疫后支线客运量仍在恢复过程中等因素，下调 2024 年预测归母净利润至 3.0 亿元（原预测 4.9 亿元），下调 2025 年预测归母净利润至 9.1 亿元（原预测 9.8 亿元），引入 2026 年预测归母净利润 11.8 亿元。考虑历史上库存周期上行阶段航空股的股价表现较好，上调至“买入”评级。

风险提示：疫情出现反复，经济持续低迷，燃料油成本超预期上行，利率变动风险，汇率波动风险，飞行安全风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,643.17	5,151.27	7,421.43	9,231.67	10,817.34
增长率(%)	(33.34)	94.89	44.07	24.39	17.18
EBITDA(百万元)	(1,517.48)	(651.74)	779.11	565.76	741.87
归属母公司净利润(百万元)	(1,974.16)	(964.98)	300.42	907.79	1,177.24
增长率(%)	1,653.77	(51.12)	(131.13)	202.18	29.68
EPS(元/股)	(1.54)	(0.75)	0.24	0.71	0.92
市盈率(P/E)	(4.69)	(9.60)	30.85	10.21	7.87
市净率(P/B)	2.29	3.00	2.74	2.16	1.73
市销率(P/S)	3.51	1.80	1.25	1.00	0.86
EV/EBITDA	(7.80)	(5.63)	7.05	7.75	6.47

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航空机场
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	7.25 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,278.24
流通 A 股股本(百万股)	1,223.89
A 股总市值(百万元)	9,267.25
流通 A 股市值(百万元)	8,873.23
每股净资产(元)	2.43
资产负债率(%)	83.67
一年内最高/最低(元)	9.74/4.58

作者

陈金海 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001
chenjinhai@tfzq.com

股价走势



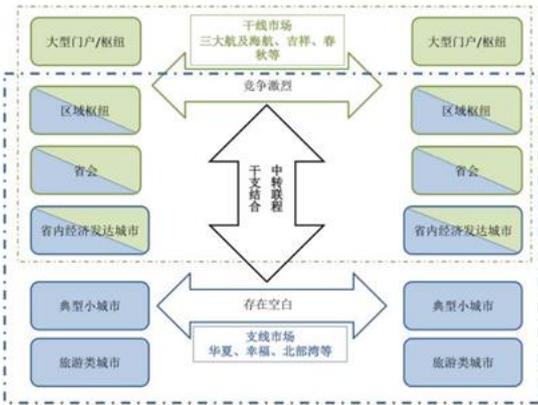
资料来源：聚源数据

相关报告

1 《华夏航空-首次覆盖报告:困境反转，盈利有望回升》 2023-12-13

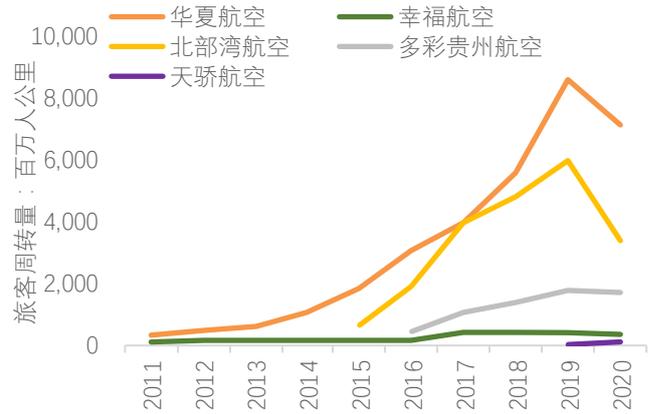
附录

图 1：支线航空与干线航空目标市场重叠度较低



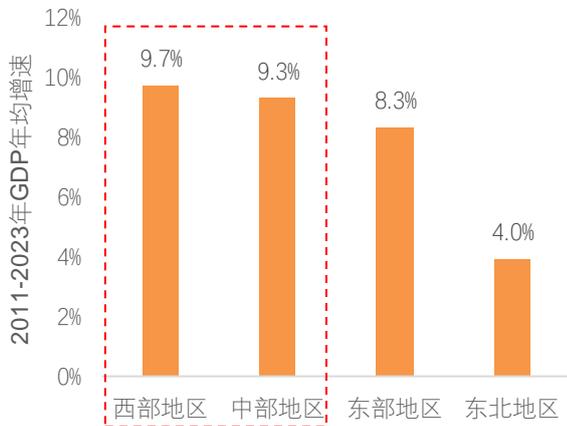
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 2：华夏航空旅客周转量远高于其他支线航空



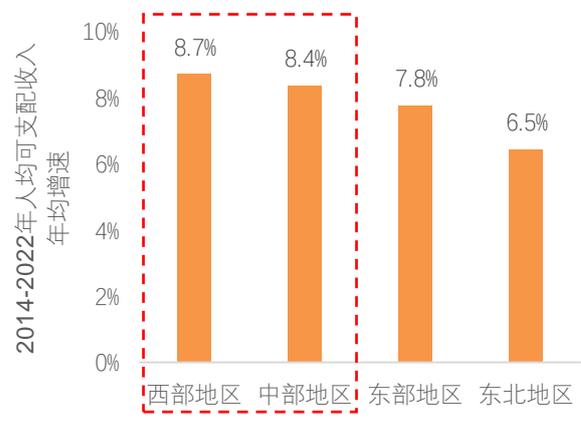
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：中西部地区名义 GDP 增速高于东部地区



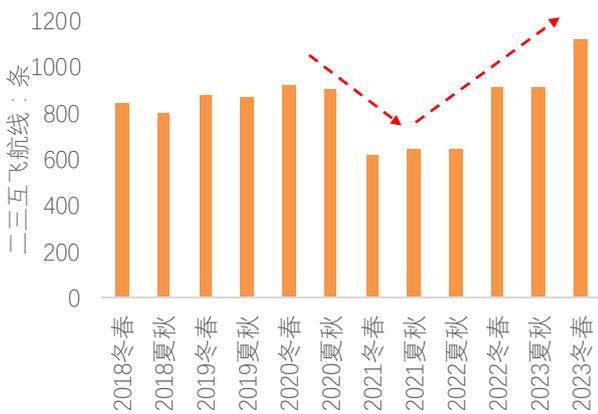
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：中西部地区人均可支配收入增速高于东部地区



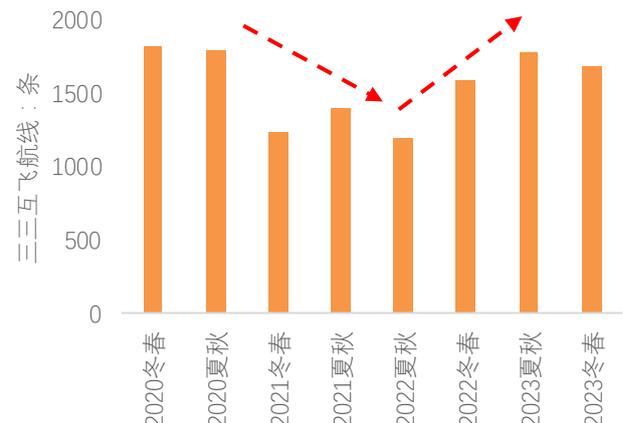
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：整改措施落地，公司航线逐步恢复（二三互飞）



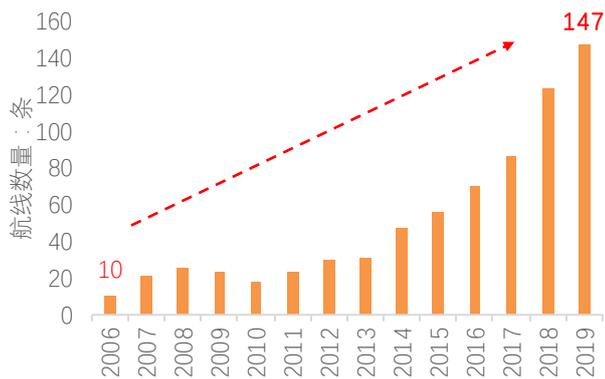
资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

图 6：整改措施落地，公司航线逐步恢复（三三互飞）



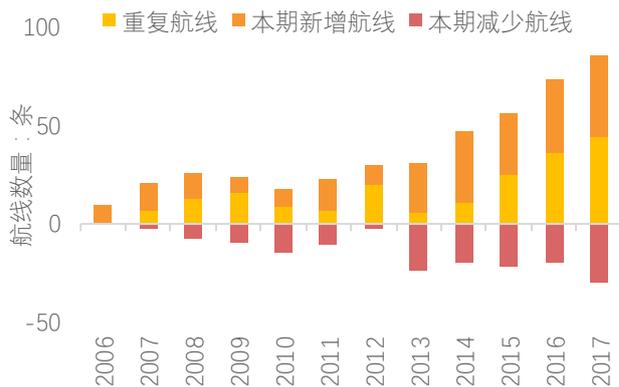
资料来源：Pre-flight，天风证券研究所

图 7：华夏航空的航线规模不断扩大



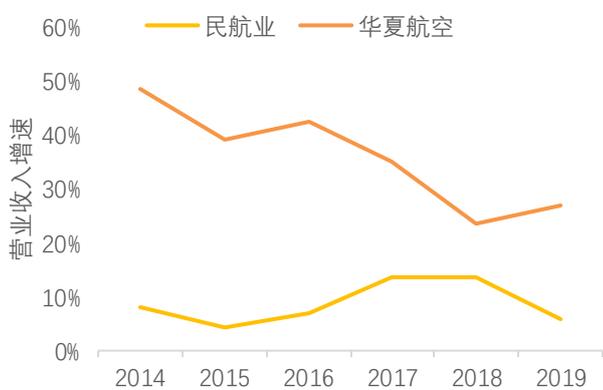
资料来源：公司招股说明书，公司年报，天风证券研究所

图 8：华夏航空灵活调整航线网络



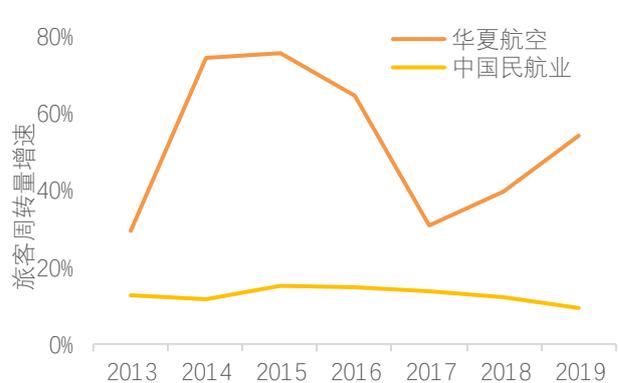
资料来源：公司招股说明书，公司年报，天风证券研究所

图 9：华夏航空收入增速高于行业



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：华夏航空旅客周转量增速高于行业



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2018–2023 年华夏航空机构运力收入占比趋于下降



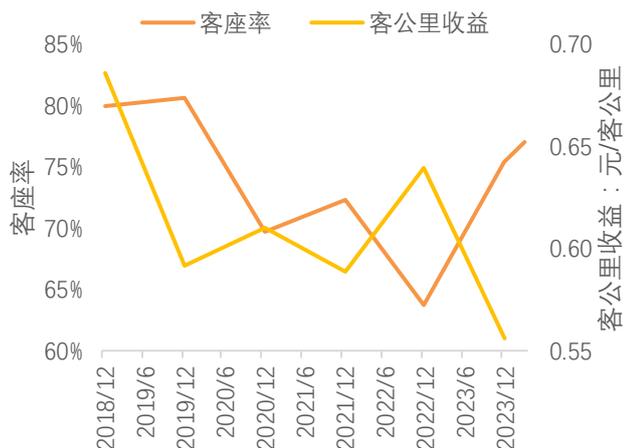
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 12：2024Q1 其他收益同比高速增长支撑归母净利润扭负转正



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2023 年华夏航空的量微小上升、价格略微下跌



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：2022 年以来华夏航空飞机日利用率逐步提高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

假设 2024-2026 年座公里收益分别为 0.46/0.47/0.49 元/座公里。根据公司 2023 年三季报及年报披露数据，2023Q3 座公里达 0.44 元/座公里，2023 年座公里略微下滑至 0.42 元/座公里。未来随着经济复苏、航空需求回暖，票价市场化改革，座公里收益有望小幅抬升。

假设 2024-2026 年客座率分别为 78%、80%、82%。根据公司 2023 年年报披露数据，2023 年公司客座率达 75%，2024Q1 公司客座率升至 77%。未来随着经济复苏、航空需求回暖，客座率有望逐步回到 2019 年历史高值左右（81%）。

假设机构运力购买收入占比不断减少。土地财政收入下降是机构运力购买收入下滑的重要原因，2024-2026 年，土地相关收入可能继续下滑，机构运力购买收入占比或将减少。

假设 2019-2026 年飞机数量累计增长 100%，相关成本随之增长。根据华夏航空公司公告中披露的飞机引进和退出计划，预计疫后飞机数量持续增长，折旧费、维修费、起降费、餐食费等随之增长。

假设 2024-2026 年航空煤油价格分别为 7000 元/吨、7200 元/吨和 7500 元/吨。2024 年 5 月中旬航空煤油价格的均值约为 6700 元/吨。假设 2025 年油价可能上涨，维持 7200 元/吨左右，2025 年为 7500 元/吨，即 2022 年全年的平均水平附近。

表 1：华夏航空的收入和利润预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入：亿元	47.3	39.7	26.4	51.5	74.2	92.3	108.2
yoy	-12.5%	-16.2%	-33.3%	94.9%	44.1%	24.4%	17.2%
飞机数量：架	54	58	65	70	84	92	98
机构运力购买：亿元	14.9	11.4	5.2	9.7	13.5	16.0	17.8
个人客票销售：亿元	30.5	25.1	19.4	38.9	57.6	72.9	86.8
毛利率	13.9%	4.5%	-47.5%	-7.0%	8.9%	10.9%	11.9%
归母净利润：亿元	6.3	-1.1	-19.7	-9.6	3.0	9.1	11.8
yoy	25.2%	-	-	-	-	202%	30%
ROE	15.9%	-3.1%	-48.7%	-31.3%	8.9%	21.1%	22.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,789.39	1,920.39	148.43	184.63	216.35
应收票据及应收账款	870.49	899.54	1,368.12	1,452.67	1,852.63
预付账款	128.98	188.31	149.79	261.43	214.88
存货	172.43	193.61	257.20	291.09	343.99
其他	1,165.99	874.59	1,985.91	1,511.35	2,514.47
流动资产合计	4,127.28	4,076.45	3,909.45	3,701.18	5,142.32
长期股权投资	0.28	1.82	1.82	1.82	1.82
固定资产	2,653.73	3,011.76	3,732.76	4,005.77	4,117.78
在建工程	1,200.42	944.48	1,044.48	1,144.48	1,244.48
无形资产	187.08	177.92	153.33	133.50	113.66
其他	9,327.00	9,966.61	10,915.50	10,859.50	10,786.84
非流动资产合计	13,368.52	14,102.59	15,847.90	16,145.08	16,264.59
资产总计	17,495.79	18,179.04	19,757.35	19,846.26	21,406.91
短期借款	2,187.20	2,077.01	3,003.98	2,059.44	2,438.44
应付票据及应付账款	546.78	570.72	781.69	863.19	1,042.07
其他	1,936.90	3,038.03	2,799.91	3,027.77	2,970.99
流动负债合计	4,670.87	5,685.76	6,585.59	5,950.40	6,451.50
长期借款	1,543.18	1,783.11	1,983.43	1,800.00	1,800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7,193.14	7,556.46	7,800.00	7,800.00	7,800.00
非流动负债合计	8,736.32	9,339.57	9,783.43	9,600.00	9,600.00
负债合计	13,443.30	15,091.53	16,369.02	15,550.40	16,051.50
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,278.24	1,278.24	1,278.24	1,278.24	1,278.24
资本公积	3,295.56	3,295.56	3,295.56	3,295.56	3,295.56
留存收益	(471.26)	(1,436.24)	(1,135.83)	(228.03)	831.48
其他	(50.05)	(50.05)	(49.64)	(49.92)	(49.87)
股东权益合计	4,052.49	3,087.51	3,388.33	4,295.86	5,355.42
负债和股东权益总计	17,495.79	18,179.04	19,757.35	19,846.26	21,406.91

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(1,974.16)	(964.98)	300.42	907.79	1,177.24
折旧摊销	252.14	286.44	278.58	306.83	327.83
财务费用	864.38	592.74	458.98	517.61	464.85
投资损失	5.50	(1.37)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	136.82	198.08	(2,135.58)	609.83	(1,214.68)
其它	1,031.93	1,211.25	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	316.61	1,322.17	(1,098.60)	2,341.06	754.24
资本支出	(999.46)	(51.00)	831.46	660.00	520.00
长期投资	(0.10)	1.54	0.00	0.00	0.00
其他	693.05	(491.57)	(1,905.46)	(1,319.00)	(1,039.00)
投资活动现金流	(306.51)	(541.02)	(1,074.00)	(659.00)	(519.00)
债权融资	(972.97)	560.10	400.23	(1,645.59)	(85.84)
股权融资	2,408.38	0.00	0.41	(0.27)	(117.68)
其他	(1,161.32)	(1,295.92)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	274.09	(735.82)	400.64	(1,645.86)	(203.52)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	284.19	45.33	(1,771.96)	36.20	31.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,643.17	5,151.27	7,421.43	9,231.67	10,817.34
营业成本	3,898.16	5,512.82	6,762.10	8,224.42	9,526.27
营业税金及附加	13.82	16.32	23.51	29.25	34.27
销售费用	178.77	239.46	296.86	369.27	432.69
管理费用	240.46	267.09	267.17	332.34	389.42
研发费用	20.58	22.83	22.26	18.46	21.63
财务费用	837.17	592.60	458.98	517.61	464.85
资产/信用减值损失	(150.32)	(105.23)	(470.00)	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.02)	(0.01)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(5.50)	1.37	1.00	1.00	1.00
其他	(49.01)	(318.42)	(1,200.00)	(1,200.00)	(1,300.00)
营业利润	(2,340.93)	(1,077.57)	321.55	941.32	1,249.20
营业外收入	2.31	5.37	10.00	5.00	5.00
营业外支出	6.00	28.03	25.00	20.00	15.00
利润总额	(2,344.62)	(1,100.23)	306.55	926.32	1,239.20
所得税	(370.46)	(135.25)	6.13	18.53	61.96
净利润	(1,974.16)	(964.98)	300.42	907.79	1,177.24
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	(1,974.16)	(964.98)	300.42	907.79	1,177.24
每股收益(元)	(1.54)	(0.75)	0.24	0.71	0.92

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-33.34%	94.89%	44.07%	24.39%	17.18%
营业利润	1691.46%	-53.97%	-129.84%	192.75%	32.71%
归属于母公司净利润	1653.77%	-51.12%	-131.13%	202.18%	29.68%
获利能力					
毛利率	-47.48%	-7.02%	8.88%	10.91%	11.94%
净利率	-74.69%	-18.73%	4.05%	9.83%	10.88%
ROE	-48.71%	-31.25%	8.87%	21.13%	21.98%
ROIC	359.02%	23.78%	-32.26%	-368.31%	-276.53%
偿债能力					
资产负债率	76.84%	83.02%	82.85%	78.35%	74.98%
净负债率	86.02%	146.00%	210.69%	139.08%	118.05%
流动比率	0.88	0.71	0.59	0.62	0.80
速动比率	0.84	0.68	0.55	0.57	0.74
营运能力					
应收账款周转率	2.65	5.82	6.55	6.55	6.55
存货周转率	16.94	28.15	32.93	33.67	34.07
总资产周转率	0.16	0.29	0.39	0.47	0.52
每股指标(元)					
每股收益	-1.54	-0.75	0.24	0.71	0.92
每股经营现金流	0.25	1.03	-0.86	1.83	0.59
每股净资产	3.17	2.42	2.65	3.36	4.19
估值比率					
市盈率	-4.69	-9.60	30.85	10.21	7.87
市净率	2.29	3.00	2.74	2.16	1.73
EV/EBITDA	-7.80	-5.63	7.05	7.75	6.47
EV/EBIT	-6.99	-4.22	10.97	16.93	11.60

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com