



利用率稳步爬坡，支线补贴新政助发展

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 支线航空补贴办法修订，补贴方式优化，2024Q1公司其他收益约2.46亿元，大幅高于历史同期；2) 公司运力投放稳步增长，加之出行需求同比改善，客座率持续提升，2024Q1公司净利润2467万元，同比增长108.9%，扭亏为盈；3) 根据民航局规划，到2035年年人均乘机次数较2019年翻番，公司持续迭代商业模式，有望长期受益于我国支线航空发展。
- 华夏航空：专注支线的民营航司翘楚。**截至2024Q1，公司拥有72架机队规模，平均机龄5.85年。其定位支线航空市场的商业模式及明确的先发优势，通过中转和环飞建立的支线网络沉淀了宝贵的时刻资源。通过反向运力采购与干线航司合作经营通程产品，是对航空出行长尾需求的收割，亦是对全行业运行效率的帕累托改进，我们看好公司在通程产品上的可持续增长。
- 商业模式：支线航空成长的确定性。**CPA模式在美国被普遍采用，实现了大型骨干航空公司的支线航班衔接，消除了运营支线航线的风险，也给航司运营带来了更大的灵活性。华夏航空与政府及机场等机构客户签订CPA协议，保证在高单位成本下实现盈利，且利润率持续高于行业平均水平。此外，华夏航空支线市场网络化运营模式逐步成熟，借助区域枢纽发展支线市场的网络运营模式已得到越来越多的验证，具有代表性的有兴义模式、毕节模式、库尔勒模式。
- 利用率持续恢复，补贴同比提升，2024Q1实现扭亏。**2024Q1公司ASK、RPK分别同比提升48.6%、62%，客座率77%，同比增加6.4pp，机队利用率稳步恢复摊薄固定成本，本期毛利率恢复至3.9%；同时，支线补贴新政利好公司，本期公司其他收益同比增长1.95亿至2.46亿；此外，本期信用减值损失实现收益0.23亿元，主要是冲回此前应收款项坏账准备影响。综上，2024Q1公司由归母净亏损2.76亿同比扭亏至0.25亿。
- 盈利预测与投资建议:**预计公司2024/25/26年营业收入分别为73.7、91.6、101.4亿元，归母净利润分别为3.8、8.7、12.6亿元，BPS分别为2.86、3.49、4.33元，对应PB分别为2.3、1.9、1.5倍。参考可比公司估值，我们给予公司2024年2.8倍PB，对应目标价8.01元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:**宏观经济周期波动风险、航空业政策变化风险、航油价格波动风险、汇率波动风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5151.27	7366.05	9163.92	10144.06
增长率	94.89%	42.99%	24.41%	10.70%
归属母公司净利润(百万元)	-964.98	380.49	870.24	1255.92
增长率	51.12%	139.43%	128.72%	44.32%
每股收益EPS(元)	-0.75	0.30	0.68	0.98
每股净资产BPS(元)	2.42	2.86	3.49	4.33
净资产收益率ROE	-31.25%	10.39%	19.53%	22.68%
PE	-9	22	10	7
PB	2.73	2.30	1.89	1.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光怿
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58351859
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.78
流通A股(亿股)	12.78
52周内股价区间(元)	4.9-9.3
总市值(亿元)	85.51
总资产(亿元)	190.62
每股净资产(元)	2.43

相关研究

目 录

1 华夏航空：专注支线的民营航司翘楚	1
1.1 华夏航空发展历程.....	1
1.2 机构购买系最主要收入特征，独飞占比高是最主要的航线特征.....	3
2 商业模式：支线航空成长的确定性	6
2.1 北美较为成熟的 CPA 模式.....	6
2.2 华夏航空 CPA 模式探索.....	8
2.3 探索通程业务，尝试干支结合.....	10
3 中国民航业：从恢复式增长到自然性增长	13
3.1 旅客周转量大幅增长，国内国际市场分化.....	13
3.2 飞机引进速度放缓，供给增量收缩.....	14
3.3 持续优化支线航空促进政策.....	15
4 破茧成蝶：逆境中的重生与启航	17
4.1 以安全管理为核心，利用率稳步爬坡.....	17
4.2 支线航空补贴办法修订，公司补贴有所提高.....	18
4.3 燃油成本压力犹存，汇兑风险有望缓解.....	19
5 盈利预测与估值	20
5.1 盈利预测.....	20
5.2 相对估值.....	21
6 风险提示	22

图 目 录

图 1: 华夏航空股权结构 (截至 2024Q1)	2
图 2: 华夏航空历年收入及其增速	2
图 3: 华夏航空历年归母净利润及增速	2
图 4: 华夏航空商业模式	3
图 5: 华夏航空在支线航空领域具有竞争优势	3
图 6: 华夏航空客运收入结构	4
图 7: 历年公司收入及增速情况	4
图 8: 历年收入分类占比	4
图 9: 华夏航空 2023 航线网络	5
图 10: 2010-2019 美国的支线航空与干线航空日均航班量	7
图 11: 美国支线航空日均航班量占比	7
图 12: 区域航空公司合作伙伴关系	7
图 13: 2022 年 3 月北美 CPA 关系	8
图 14: 公司在各省(自治区)运营机场数量 (2024 年夏航季)	9
图 15: 华夏航空营业收入及航线补贴	10
图 16: 华夏航空占民航局支线补贴比重	10
图 17: 通程航班增加的通航点及航班量	11
图 18: 通程航班流程	12
图 19: 近年来民航运输总周转量变化趋势 (亿吨公里)	13
图 20: 近年来民航效率变化趋势	13
图 21: 近年来民航旅客周转量变化趋势 (万人公里)	14
图 22: 2010-2022 年民航业运输飞机数量及增速情况	14
图 23: 三大航司 2023 年可用客公里、收入客公里同比 2019 年增长情况	15
图 24: 2019 年世界主要国家人均乘机次数	15
图 25: 华夏航空季度 ASK 及同比增速	17
图 26: 华夏航空季度 RPK 及同比增速	17
图 27: 公司其他收益 (亿元)	18
图 28: 公司归母净利润 (亿元)	18
图 29: 近年来航油价格走势 (美元/桶)	19
图 30: 近年来美元兑人民币汇率走势	20

表 目 录

表 1: 华夏航空发展历程.....	1
表 2: 华夏航空机队 (截至 2024Q1)	6
表 3: 华夏航空 2024 夏航季时刻分布	8
表 4: 华夏航空历年前五大客户构成 (万元)	9
表 5: 关于近期免签政策梳理情况	16
表 6: 2021 年华夏航空安全事故及影响	17
表 7: 华夏航空单季毛利率及净利率	18
表 8: 运营以及分业务收入预测	21
表 9: 可比公司估值	21
附表 1: 2019-2023 年公司客运运营情况	23
附表 2: 财务预测与估值	24

1 华夏航空：专注支线的民营航司翘楚

1.1 华夏航空发展历程

作为国内唯一一家长期专注于支线航空运输的独立航空公司，华夏航空自成立以来一直坚持明确的支线战略定位，始终致力于中国支线航空市场的开拓发展、始终致力于积极探索中国支线航空的商业模式、始终致力于为中国三四线城市的人们提供平等的出行权，是我国支线航空商业模式的引领者和践行者。

目前，华夏航空在重庆、贵阳、大连、呼和浩特、西安、库尔勒、衢州建立 7 大运营基地，机队规模共计 72 架，由庞巴迪 CRJ900、空客 A320 和商飞 ARJ21 三种机型组成。2024 年夏航季(3 月 31 日至 10 月 26 日)，华夏航空开通航线 178 条，通航城市 131 个，支线航线占比 97%，独飞航线占比 87%。华夏航空立足于支线航空商业模式的根基，与国内 30 多家航空公司通力合作近 1.7 万条航线，超 10 万余个联运产品，以干支结合的模式搭建起一张有效衔接骨干航线的全国性航空网络。

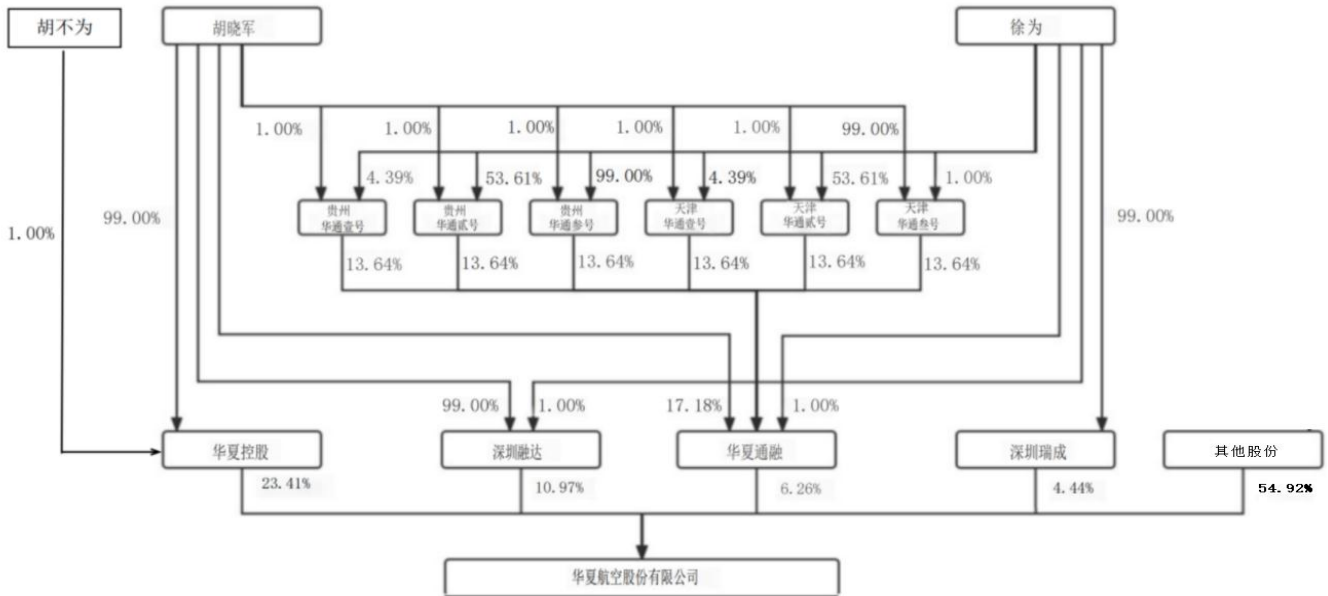
表 1：华夏航空发展历程

时间	事件
2006 年	华夏航空在贵州省贵阳市注册成立，并在同年 9 月 25 日在贵州黎平完成首航
2007 年	华夏航空创立了航空公司之间干支结合的“一票通”模式
2008 年	华夏航空的飞机放行可靠性以 99.78% 的优秀成绩名列全球 35 家 CRJ 机队公司第二名
2009 年	华夏航空实现年度盈利，创造了以最小机队规模实现盈利的奇迹
2011 年	华夏航空开通了 24 条直飞航线，覆盖了西南、华东、华北、华南的航线网络
2012 年	华夏航空引进了国内首架 CRJ900 支线客机，标志着公司快速发展的开始
2013 年	在大连增设过夜基地，正式启动东北区域网络布局
2014 年	华夏航空获得亚太区航空公司整体可靠性区域综合大奖，并将总部由贵阳迁至重庆；同年，与中国国际航空、山东航空实现代码共享合作
2015 年	华夏航空发布了国内民航首款“云上公交”产品
2016 年	华夏航空变更了经营范围，包括国内（含港澳台）和国际航空客货运输业务，并发布了中国城市航空通达性报告
2017 年	华夏航空 CRJ900 机队规模增至 32 架，同年 12 月，第三架 A320 入列，机队规模增至 35 架
2018 年	华夏航空股份有限公司在深圳证券交易所成功 IPO 上市
2020 年	华夏航空引入首架国产客机 ARJ21，同年 11 月，引入一架 A320neo，机队规模增至 53 架
2024 年夏航季	华夏航空进一步优化航线网络和运力布局，新增多条国内外航线，国内航线达到 178 条，通航城市达 131 个

数据来源：公司官网，西南证券整理

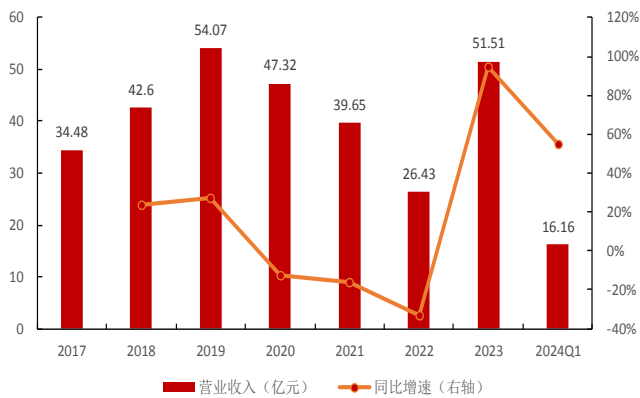
公司控股股东为华夏航空控股（深圳）有限公司，实际控制人为董事长胡晓军。公司控股股东华夏控股及其一致行动人深圳融达、华夏通融、深圳瑞成合计持有公司股份 576,193,170 股，占公司总股本 45.08%；成德投资持有公司股份 63,920,000 股，占公司总股本的 5%，成为公司持股 5% 以上股东。

图 1：华夏航空股权结构（截至 2024Q1）



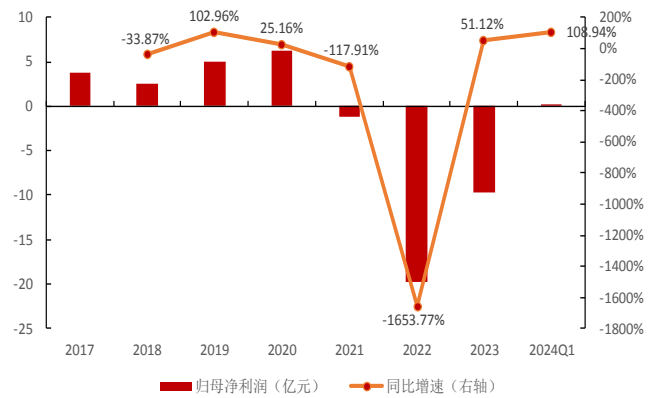
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：华夏航空历年收入及其增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：华夏航空历年归母净利润及增速

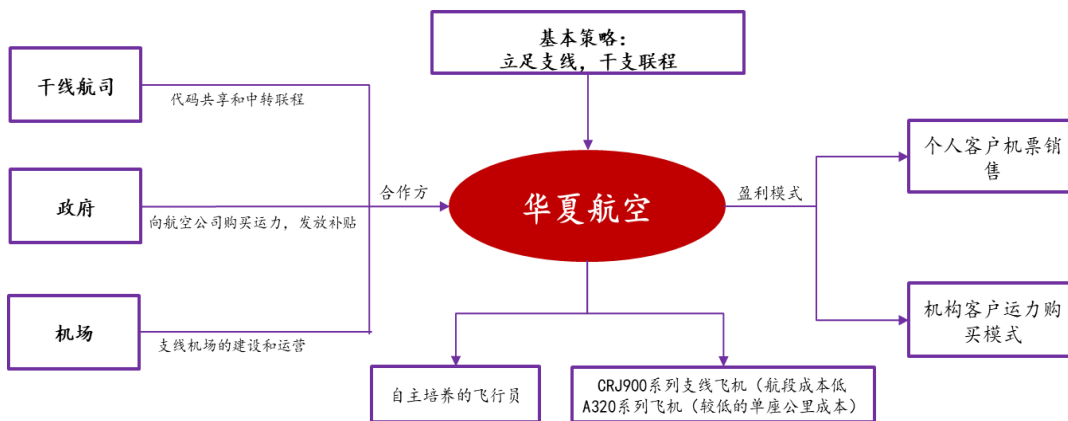


数据来源：Wind，西南证券整理

华夏航空的基本策略是立足于三、四线城市，以干支结合为切入点，将支线航空多样化的需求集中在就近枢纽，通过枢纽对接国内业已成型的骨干网络，实现中转联程，提升干线到三、四线城市之间的客流量和网络内干支线航空公司的客座率和载运率，将航空发展的方向扩展至干线航空无法触及到的众多地区，在干线航空网络之外形成错位竞争的优势。

华夏航空通过与干线航司，政府和机场三方合作进行经营发展。与干线航司的合作分两类：1) 代码共享，指航司双方在各自己的销售渠道中，以自己的航班编号，销售实际由对方承运的航班。2) 中转联程，指华夏航空的支线航班与干线航班打包销售，旅客只需在华夏航空购买一张机票，便包含了两家航空公司运营的支线与干线两段航班。

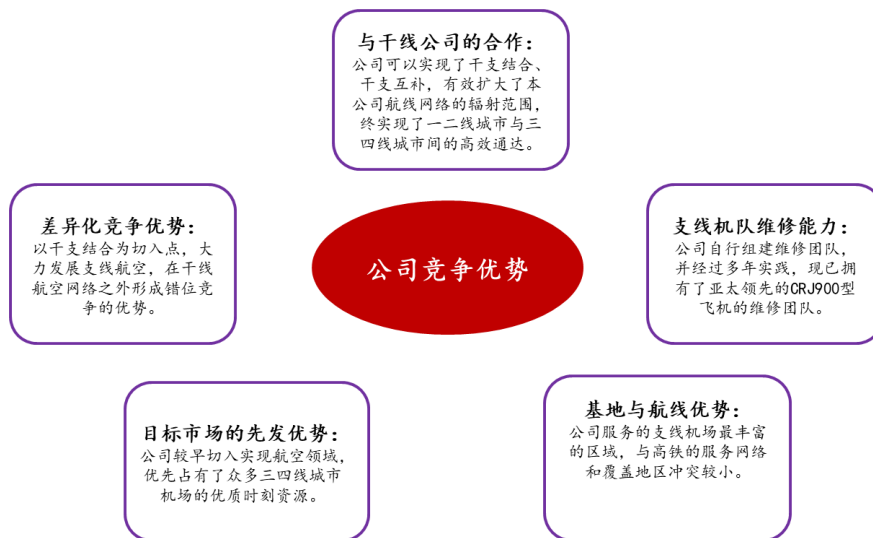
图 4：华夏航空商业模式



数据来源：公司招股书，西南证券整理

经营资产上，机队/时刻/飞行员资源均独立，收入构成主要包括个人客户机票销售和机构客户运力购买。

图 5：华夏航空在支线航空领域具有竞争优势



数据来源：公司招股书，西南证券整理

1.2 机构购买系最主要收入特征，独飞占比高是最主要的航线特征

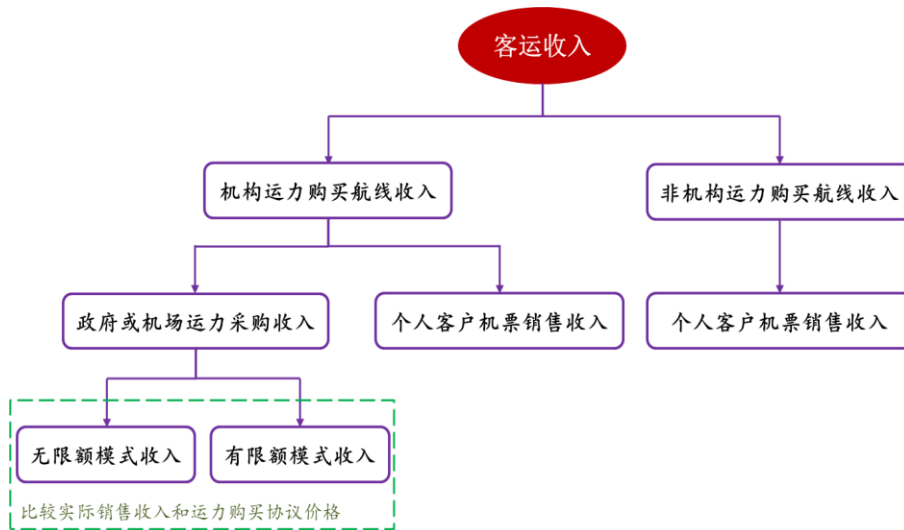
华夏航空的客运收入在年报口径下区分成个人客户机票销售和机构客户运力购买两类。个人客户机票销售模式中按航线是否与机构客户签订运力购买协议，分为了“机构运力购买航线下的个人客户机票销售”和“非机构运力购买航线下的个人客户机票销售”。

机构客户运力购买模式是支线航空领域运营的通常模式，华夏航空与地方政府或机场签订运力购买协议，明确购买公司相应每个航班的运力总价；每个结算期末公司与机构客户进行核对，如果实际销售的机票收入低于机构客户当期运力购买的总和，则由机构客户将差额

支付给公司；如果实际销售的机票收入高于机构客户当期运力购买的总和，则公司将超过部分的收入支付给机构客户。

当实际销售的机票收入低于机构客户当期运力购买的总额时，按机构客户向公司支付该差额是否存在上限规定，机构客户购买运力还具体分为有限额模式和无限额模式。即在无限额模式下，机构客户向公司支付全部的差额；而在有限额模式下，机构客户向公司支付的差额仅以合同约定的上限为最高支付金额，如果差额过大超过合同约定的上限，机构客户也不会向公司支付额外的费用。

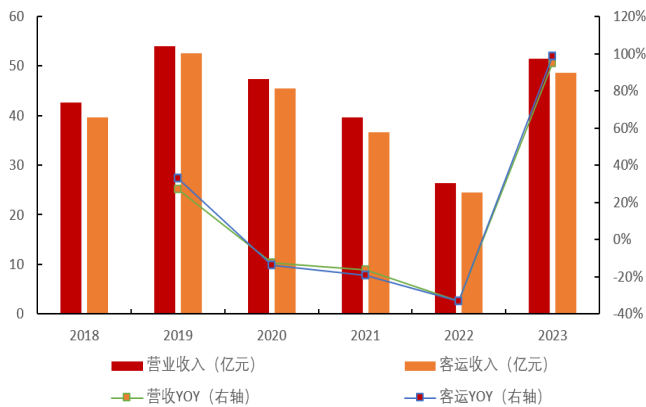
图 6：华夏航空客运收入结构



数据来源：公司招股书，西南证券整理

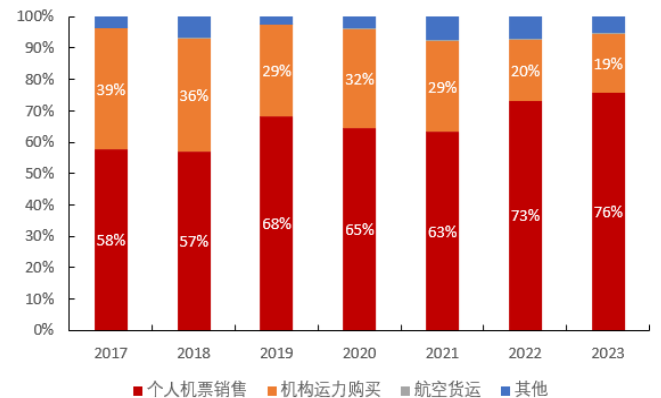
公司在 2019 年突破了营收 50 亿大关，然而受疫情等因素影响，此后三年营收连续下跌，2023 年触底反弹。从营收占比看，机构运力购买约占华夏航空总营收的 20-40%，是公司重要的盈利模式；同时，个人客户机票销售比例逐年波浪式提升。2023 年，公司客运收入占营业收入比重为 94.5%，其中个人客户机票销售为 38.9 亿，占比为 75.6%，机构客户运力购买为 9.7 亿，占比为 18.9%。

图 7：历年公司收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：历年收入分类占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

截至 2023 年末，公司在飞航线 168 条，其中国内航线 167 条，国际航线 1 条，同比 2022 年末增加 28 条航线，进一步丰富航线网络布局。公司支线航线 166 条，占比 99%，始终坚持支线市场的战略定位，坚持支线航线的网络布局。公司独飞航线 150 条，占比 89%，以差异化网络为核心，保持网络竞争优势。

公司航线网络已覆盖全国 38% 的支线航点，以重庆主运营基地为核心，并围绕贵阳基地、成都过夜点建立西南枢纽；围绕库尔勒基地、阿克苏和喀什过夜点建立新疆枢纽；围绕西安基地建立中北枢纽；围绕呼和浩特基地、包头过夜点建立内蒙枢纽；围绕大连基地、天津过夜点建立北部枢纽；围绕衢州基地、芜湖过夜点建立东南枢纽。公司基本建立覆盖全国的支线航线网络，并围绕枢纽航点打造通程航班，促进中转便利化，形成干支航线互联、干支机场互通的航空运输网络，大幅提升枢纽周边支线城市的通达性，改善偏远地区居民乘机出行的便利性。我们观察公司前十大航线，具有明显的区域特征。

华夏航空作为一家独立的支线航空承运人，可以同时与国内三大航空集团及其他航空公司分别开展合作，不受航空集团或航空联盟的限制。通过与干线公司的广泛合作，建立起在枢纽机场的高网络覆盖率，加上高频次支线航线，将航班资源进行有效组合，真正实现了干支结合、干支互补，有效扩大了公司航线网络的辐射范围。

通过反向采购运力，与干线航司合作经营通程产品，是对航空出行长尾需求的收割，亦是对全行业运行效率的帕累托改进，我们看好公司在通程产品上的可持续增长。

图 9：华夏航空 2023 航线网络



数据来源：公司年报，西南证券整理

截至 2023 年末，公司运营的机队规模达 70 架，公司平均机龄 5.76 年，平均机龄较短，飞机整体稳定性高，有利于保障公司运行的安全性。2024 年一季度，公司以经营租赁方式和融资租赁方式各引进 1 架 A320 飞机，公司机队规模达 72 架，平均机龄 5.85 年。

表 2：华夏航空机队（截至 2024Q1）

飞机供应商	飞机型号	引进方式	数量（架）	平均机龄（年）
庞巴迪	CRJ900 系列	自购	7	7.93
		融资租赁	16	7.07
		经营租赁	15	10.14
	小计		38	8.44
空客	A320 系列	自购	2	1.78
		融资租赁	6	2.16
		经营租赁	18	3.87
	小计		26	3.32
中国商飞	ARJ21 系列	自购	1	2.82
		经营租赁	7	1.59
	小计		8	1.75
合计			72	5.85

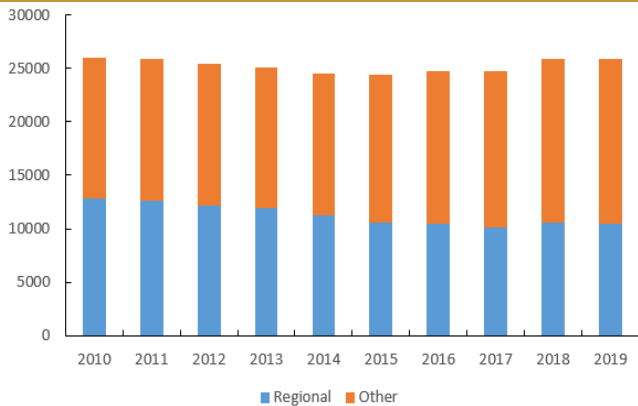
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 商业模式：支线航空成长的确定性

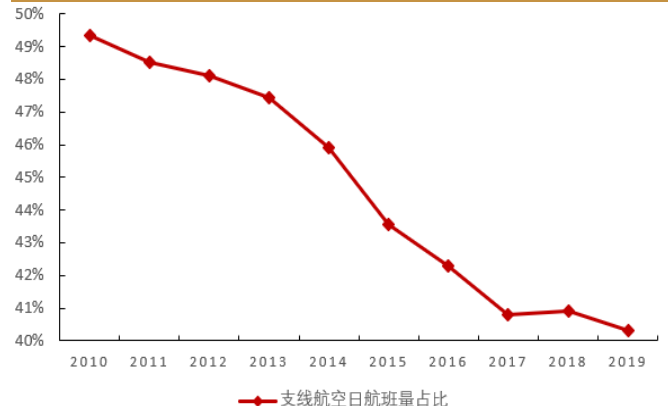
2.1 北美较为成熟的 CPA 模式

运力购买协议（Capacity Purchase Agreement, CPA），又称为舱位托管协定，在美国被普遍采用，主要是指大型网络型、全服务航空公司向小型航空公司或支线航空公司购买运力的一种商业模式。对于航空公司来说，这种运营方式比购买或租赁飞机的效益高得多，有助于帮助航空公司实现快速扩张，迅速进入新市场，更重要的是可以用适当的机型执飞相应的航线，避免运力的不足或浪费。CPA 模式实现了大型骨干航空公司的支线航班衔接，消除了运营支线航线的风险，同时也给航空公司的运营带来了更大程度的灵活性。

疫情发生之前的十年（2010-2019 年），美国的支线航空与干线航空相仿，是走出“9·11”事件影响后的低谷开始复苏的十年。这十年中，虽然支线航空承运人每日的航班量从 12843 班下降到 10447 班，占全部美国承运人日航班量的比例从 49% 下降到 40%，但航班平均座位数从 56 座上升到 64 座，客座率从 76.56% 上升到 79.88%，因此年承运的旅客人数也有缓慢增长，从 1.64 亿人次增加到 1.65 亿人次。

图 10: 2010-2019 美国的支线航空与干线航空日均航班量


数据来源: 美国运输统计局, 西南证券整理

图 11: 美国支线航空日均航班量占比


数据来源: 美国运输统计局, 西南证券整理

北美 5 大网络型航空公司各有一个支线品牌, 以营销承运人 (Marketing Carrier) 与多家支线航空公司签署 CPA, 使后者成为自己支线品牌下的运营承运人 (Operating Carrier)。

图 12: 区域航空公司合作伙伴关系

Marketing Carrier	Regional Brand	Operating Carrier
Air Canada (AC) 	Air Canada Express	Jazz Aviation LP (JQ)
Alaska Air Group (AS) 	Alaska Airlines	Horizon Air (QX) SkyWest Airlines (OO)
American Airlines (AA) 	American Eagle	Envoy Air (MQ) Mesa Airlines (YV) Piedmont Airlines (PT) PSA Airlines (JJA) Republic Airways (YX) SkyWest Airlines (OO)
Delta Air Lines (DL) 	Delta Connection	Endeavor Air (9E) Republic Airways (YX) SkyWest Airlines (OO)
United Airlines (UA) 	United Express	Air Wisconsin (ZW) CommutAir (C5) GoJet Airlines (G7) Mesa Airlines (YV) Republic Airways (YX) Silver Airways (3M) SkyWest Airlines (OO)

数据来源: 各支线航空年报, 西南证券整理

同时, 北美 5 大网络型航空公司与一众支线航空公司的 CPA 关系。其中, 作为全球支线航空公司中佼佼者的天西航空 (Sky West), 它同时与美国四家网络航空公司保持 CPA 关系。可见, 有足够多且具有较大运力的支线航空公司存在, 是北美大型网络航空公司可以挑选合作者商谈 CPA 的前提。

图 13: 2022 年 3 月北美 CPA 关系



数据来源: 巴航工业, 西南证券整理

2.2 华夏航空 CPA 模式探索

作为我国长期专注于支线航空市场的航司, 华夏航空运营航段中绝大多数为支线航线, 即至少一端连接支线机场 (年旅客吞吐量 200 万人次以下), 且均与政府及机场等机构客户签订了 CPA 协议。通常情况下, 机构运力购买收入占华夏航空客运收入的 20-40%, 保证了华夏航空在高单位成本下实现盈利, 且利润率持续高于行业平均水平。而高比例的运力购买, 意味着华夏航空的收入与航班执飞量成正比。

2024 年夏航季, 华夏航空开通航线 178 条, 通航城市 131 个, 支线航线占比 97%, 独飞航线占比 87%。其中, 大部分始发机场为重庆、贵阳、大连、呼和浩特、西安、库尔勒、衢州 7 个飞行基地之一。根据民航局预先飞行管理系统数据披露, 七大基地的时刻总和占据公司时刻资源约七成。

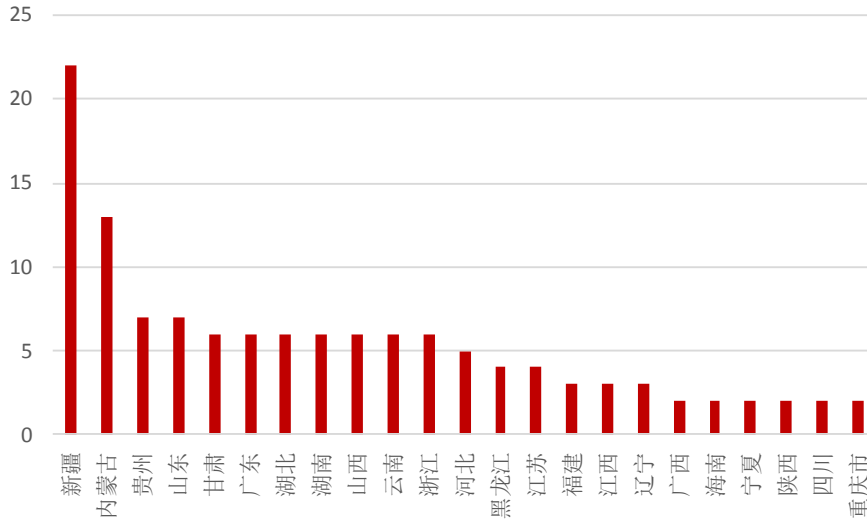
表 3: 华夏航空 2024 夏航季时刻分布

基地	占华夏航空时刻比重	
七大基地	重庆	30%
	贵阳	8%
	大连	3%
	呼和浩特	13%
	西安	5%
	库尔勒	9%
	衢州	9%

数据来源: Pre-flight, 西南证券整理

2024 年夏航季，公司在国内 131 个机场运营，大部分属支线机场。其中，在新疆和内蒙古地区大量布局，分别运营机场 22 个和 13 个，包括黑龙江、云南、四川和贵州在内的地区支线机场众多，公司在这些地区有望提升机场覆盖率。

图 14：公司在各省(自治区)运营机场数量 (2024 年夏航季)



数据来源：Pre-flight，西南证券整理

华夏航空的客运收入中有一定比例系机构购买，与三大航零售客户为主相比，其收入具备典型的机构占比高的特征。

表 4：华夏航空历年前五大客户构成 (万元)

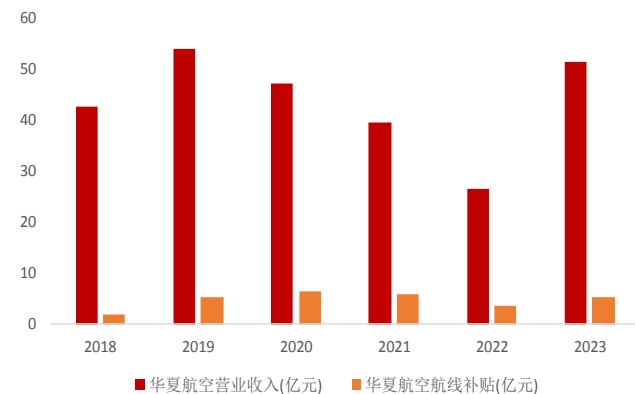
期间	客户名称	收入金额	占营收比重
2023 年	客户 A	13463	2.61%
	客户 B	9221	1.79%
	客户 C	6625	1.29%
	客户 D	6174	1.20%
	客户 E	5637	1.09%
	合计	41122	7.98%
2022 年	客户 A	8632	3.27%
	客户 B	2683	1.02%
	客户 C	2469	0.93%
	客户 D	2438	0.92%
	客户 E	2307	0.87%
	合计	18530	7.01%
2021 年	客户 A	8385	2.11%
	客户 B	5263	1.33%
	客户 C	4481	1.13%
	客户 D	3039	0.77%
	客户 E	2731	0.69%
	合计	23900	6.03%

期间	客户名称	收入金额	占营收比重
2020 年	客户 A	9592	2.03%
	客户 B	5401	1.14%
	客户 C	5183	1.10%
	客户 D	4891	1.04%
	客户 E	4745	1.00%
	合计	29814	6.31%
2019 上半年	西部机场集团天水机场有限公司	5532	2.23%
	黔西南州兴义名航有限责任公司	4270	1.72%
	固原市人民政府	3656	1.48%
	阿拉善盟行政公署	3593	1.45%
	巴音郭楞蒙古自治州人民政府	2874	1.16%
	合计	19926	8.04%

数据来源：公司公告，西南证券整理

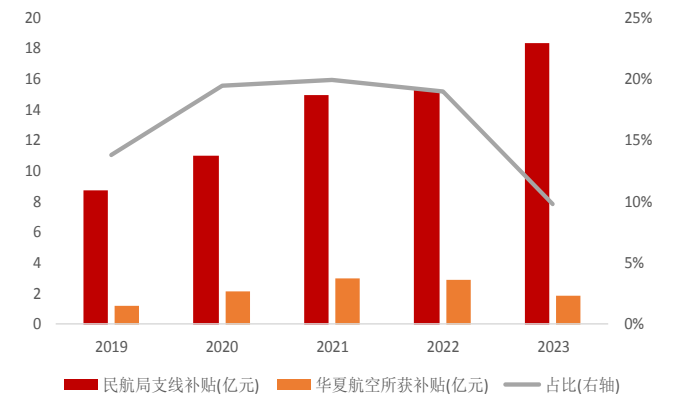
支线航司的航线补贴包括民航局的支线航空补贴以及地方政府的补贴，从 2019-2023 年，华夏航空航线补贴分别为 5.38/6.26/5.73/3.55/5.19 亿元。其中，所获民航局补贴占民航局支线补贴比重较高，2020-2022 年一度达 20% 左右。

图 15：华夏航空营业收入及航线补贴



数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：华夏航空占民航局支线补贴比重



数据来源：wind，西南证券整理

2.3 探索通程业务，尝试干支结合

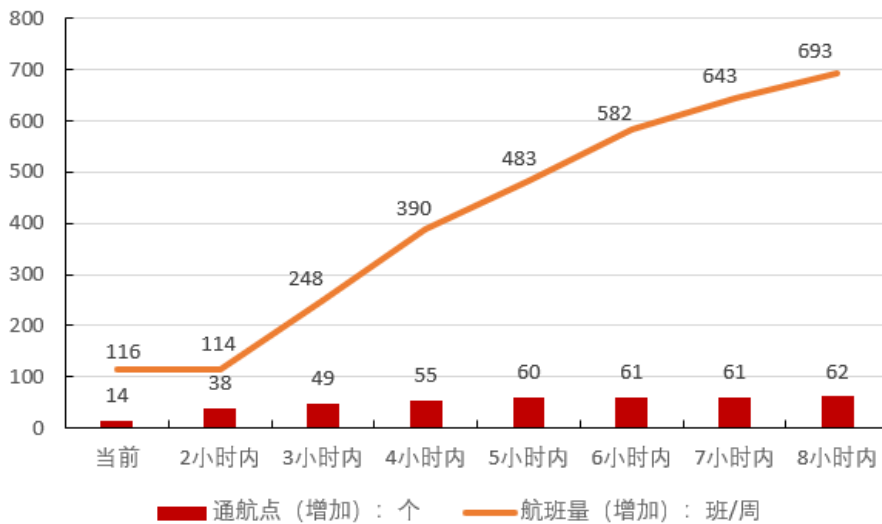
事实上，干支结合是支线航空市场化盈利的重要基础。支线客源的价值，不仅仅在于短途支线航段收益，更重要的价值在于为后续中转干线航段输送客源，并提供显著的边际贡献。长期以来，我国支线运输与干线运输之间缺乏合作，导致支线需求增长缓慢，且支线客源价值未被充分挖掘。

2023 年 9 月 12 日，中国民用航空局正式发布《国内通程航班管理办法》，以中转便利化为支撑，打通干线运输、支线运输和通航短途运输，形成航线互联、机场互通的航空运输网络，实现国内主要城市高效畅通、偏远地区城市有效连通，通过联网成片，构建“全国民

航一张网”，大幅提升支线航点通达性，为偏远地区居民乘机出行提供有力保障，为构建“全国统一大市场”，推动高质量发展提供有力支撑。

据通程航班研究所的国内通程航班潜力分析，以内蒙古乌兰浩特机场为例，2021年夏秋，乌兰浩特机场共有14个通航点，每周出港航班116班。如果选择天津、哈尔滨、呼和浩特作为中转机场开展国内通程航班业务，在不增加运力情况下，增加的通航点及航班量如图。可以看出，2小时内能连接的通程航班可以使得通航点增加38个，周出港航班增加114班；如果把中转时间拓展到8小时内，通航点就能增加62个，周出港航班量就能增加693个，平均每天能增加100个国内通程航班。

图 17：通程航班增加的通航点及航班量



数据来源：公司公告，西南证券整理

华夏航空在十几年的发展过程中，支线市场网络化运营模式逐步成熟，借助区域枢纽发展支线市场的网络运营模式已得到越来越多的验证，其中具有代表性的就是以高频次单枢纽干支结合的兴义模式、多频次多枢纽干支结合的毕节模式以及通过补充支支网络，建设次枢纽机场的库尔勒模式。

高频次单枢纽：兴义模式

兴义模式是在建设贵阳枢纽，提升支线吞吐量的大背景下因地制宜，应运而生的新型航线网络模式。通过开辟兴义至贵阳等临近枢纽的航线，采用时刻分布均匀，点对点的快线形式，以干支结合的方式，实现兴义到全国主要中心城市的快速通达。兴义模式实施以来，以2019年的数据来看，快线旅客运输量占兴义同期总吞吐量的30%，兴义机场航线网络覆盖率提升，通航点数量翻倍增加，有效的提升了兴义机场的吞吐量及通达性。并且，由兴义输送至贵阳的航班上，中转旅客最高占比达到27%（2019年），不仅有效提升贵阳机场中转比例，也给兴义政府航线投入效率提供了较为理想的方式。

多频次多枢纽：毕节模式

毕节模式在国家脱贫攻坚的大背景下，为毕节量身打造的“一核两基”模式，毕节客运市场具有小客流、高离散等特点，直飞干线市场培育成本高昂且无法充分满足旅客需求，到北上广深等中大城市的航班频次甚至不足每日1班。基于此种情况，华夏航空计划以通程产

品为抓手，通过接驳周边大中型干线机场、加频西南区域和贵州省内支线航班、开辟通航航线，编织干支网、支支网、支通网三网融互通的航线网络，快速提高毕节市到各大城市的交通效率。如此借力干线枢纽的航空网络，实现支线机场“点对点”到“点对网”的转型升级，大幅缩短毕节到一二线枢纽城市之间的通达时间，打通毕节至西南区域支线机场的空中通道，将毕节干支网络、支支网络、支通网络有机整合，实现三网融合，满足毕节人民多元化位移需求。

次枢纽：库尔勒模式

库尔勒模式与前两个模式不同点在于，是通过建立次级枢纽，发展区内支支网络，以通程航班为桥梁构建区域第二通道的模式。库尔勒模式打破了之前仅由省会城市或中心城市作为主枢纽机场，主要衔接干到干或者干到支的航空网络结构，补充支到支这一块的网络空白，对于区域性的支线网络结构有极大的促进作用；库尔勒模式实施以后，产生聚集效应，库尔勒机场吞吐量远超其他新疆地区百万级机场，中转比例的提升也使得库尔勒机场成为了新疆第二大旅游集散地。

图 18：通程航班流程



数据来源：公司公告，西南证券整理

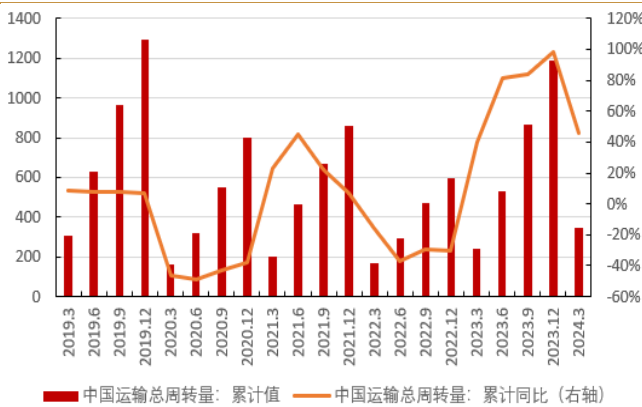
2023年，华夏航空通程出行人数达到 98.14 万人，同比增加 74.01%，占总承运人数的比例为 15.31%。公司围绕库尔勒、阿克苏、喀什打造新疆枢纽，通程承运人次占总承运人数的比例为 29.45%；围绕重庆、贵阳、成都打造西南枢纽，通程承运人次占总承运人数的比例为 12.30%；围绕西安打造中北枢纽，通程承运人次占总承运人数的比例为 15.35%；围绕呼和浩特、包头打造内蒙枢纽，通程承运人次占总承运人数的比例为 17.78%；围绕大连、天津打造北部枢纽，通程承运人次占总承运人数的比例为 14.13%；围绕衢州、芜湖打造东南枢纽，通程承运人次占总承运人数的比例为 12.53%；公司持续提升枢纽中转便利化、通程产品多样化，以大幅提升枢纽周边支线城市通达性。

3 中国民航业：从恢复式增长到自然性增长

3.1 旅客周转量大幅增长，国内国际市场分化

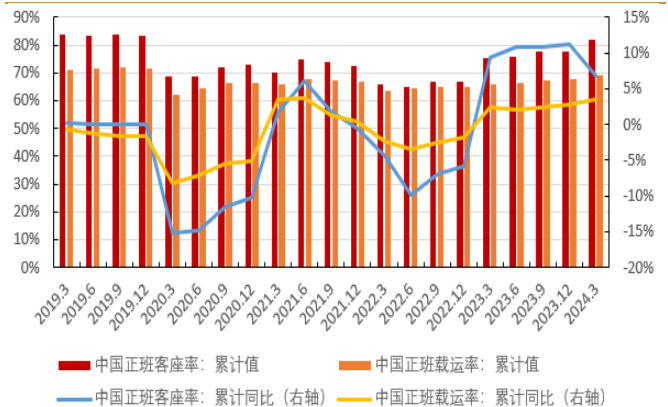
2024 年随着出行政策全面放开及国内经济活动逐步回归正常化，我国民航业持续复苏向好，1-3 月共完成运输总周转量 349.3 亿吨公里，超出 2019 年同期水平 12.93%；从航班效率上看，2024 年 1-3 月民航飞机日利用率为 8.9 小时/日。2024 年 1-3 月航班客座率和载运率分别为 82.10%和 69.30%，分别为 2019 年全年水平的 98.09%和 97.33%，行业运输生产和运输效率基本恢复至 2019 年水平。

图 19：近年来民航运输总周转量变化趋势（亿吨公里）



数据来源：CAAC，西南证券整理

图 20：近年来民航效率变化趋势

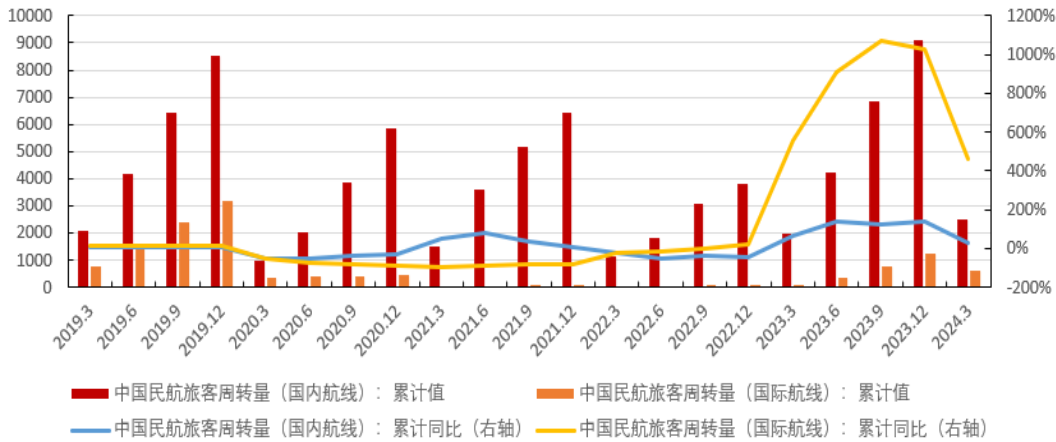


数据来源：CAAC，西南证券整理

客运表现方面，2024 年 1-3 月民航旅客周转量同比大幅增长，超出 2019 年同期水平 11.47%，但国内、国际市场有所分化。国内市场方面，国内航线随着积压的出行需求有效释放恢复势头强劲，旅客周转量已超过 2019 年同期水平 20.2%，其中 2023 年 7-8 月暑运期间家庭旅游出行需求激增推动当月旅客周转量同比 2019 年增长 15%以上。国际市场方面，随着“五个一”政策放开及部分国家入境政策陆续放开，主要航司逐步恢复国际航线，自 2023 年 8 月下旬以来，国际客运航班量稳定在 2019 年的 50%以上，旅客周转量同比大幅增长，但受地缘政治、航权谈判、负面舆论等因素影响，国际客运市场恢复情况显著滞后于国内市场，2024 年 1-3 月国际旅客周转量仅恢复至 2019 年同期的 76.84%。

展望未来，国内公商务出行仍是刚需，春节及其他传统节日将催化大量返乡探亲以及旅行需求，预计国内客运市场将维持增长态势；国际客运方面，中外互免签证的利好政策频出，伴随缅北、泰国等东南亚负面舆论带来的担忧减轻，出境休闲旅游、商务出行需求或将进一步释放。

图 21：近年来民航旅客周转量变化趋势（万人公里）

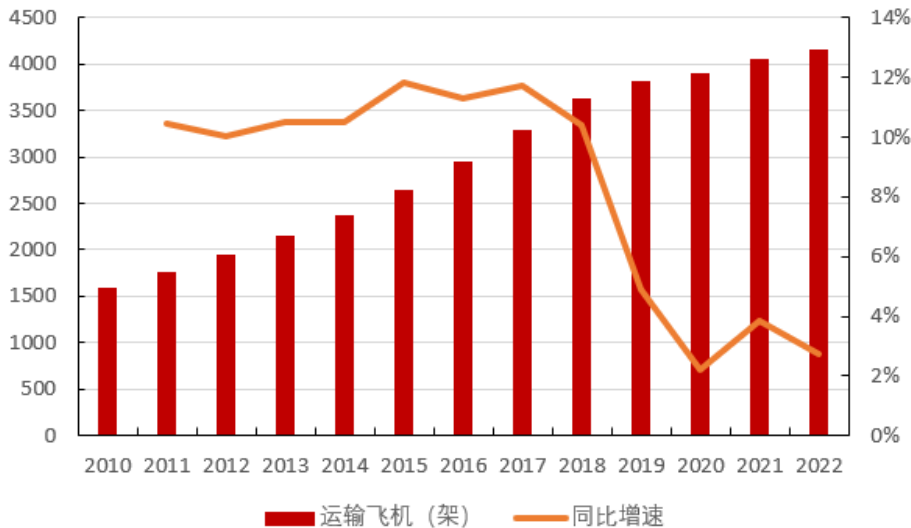


数据来源：CAAC，西南证券整理

3.2 飞机引进速度放缓，供给增量收缩

在民航业高质量发展要求的指引下，“十四五”期间我国主要航司飞机引进速度放缓至 3%。2020-2022 年，中国国航、南方航空和中国东航机队规模复合增速分别为 2.53%、1.34% 和 2.25%；2022 年末，行业运输飞机在册 4165 架，同比增长 2.74%。我们认为，随着飞机引进速度放缓，航空运输供给增量将呈现收缩态势，行业竞争激烈程度有望降低。

图 22：2010-2022 年民航业运输飞机数量及增速情况

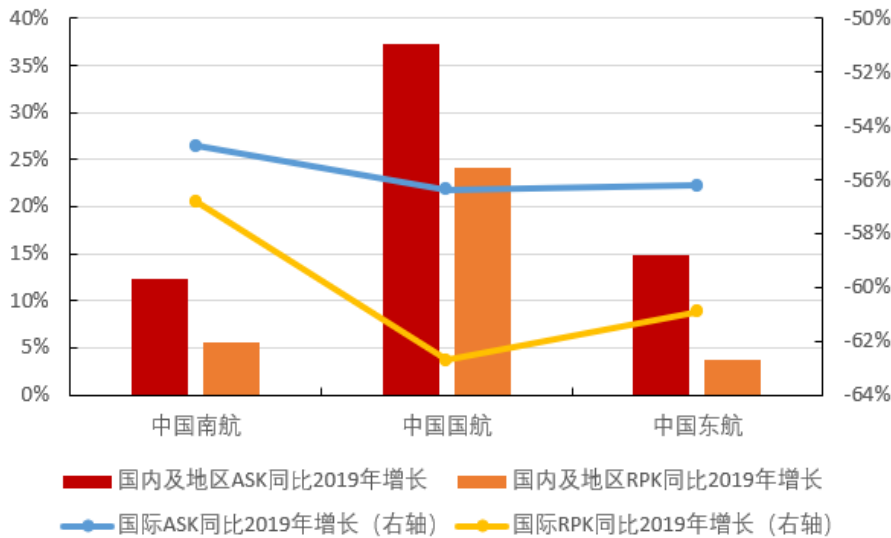


数据来源：CAAC，西南证券整理

客运供给方面，2023 年出行政策放开之后，航司客运航班供给快速恢复，三大航司 ASK 同比大幅增长；其中，中国南航、中国国航、中国东航可用客公里分别恢复至 2019 年同期的 91.92%、101.64% 和 90.64%。分国内外航线来看，国内航线日均班次已经超过 2019 年水平，三大航司国内及地区客运供给恢复率均在 110% 以上，高于同期国内及地区 RPK 的恢复水平，国内运力供给存在过剩；国际航线方面，受制于航权谈判等因素，国际航班恢复滞

后，中国南航、中国国航和中国东航的国际客运供给恢复率分别为 45.25%、43.62% 和 43.77%，与同期国际客运需求恢复基本同步，供给略有不足。伴随国际航线时刻放量，国内过剩运力回流国际市场，运力结构将得到显著优化。

图 23：三大航司 2023 年可用客公里、收入客公里同比 2019 年增长情况

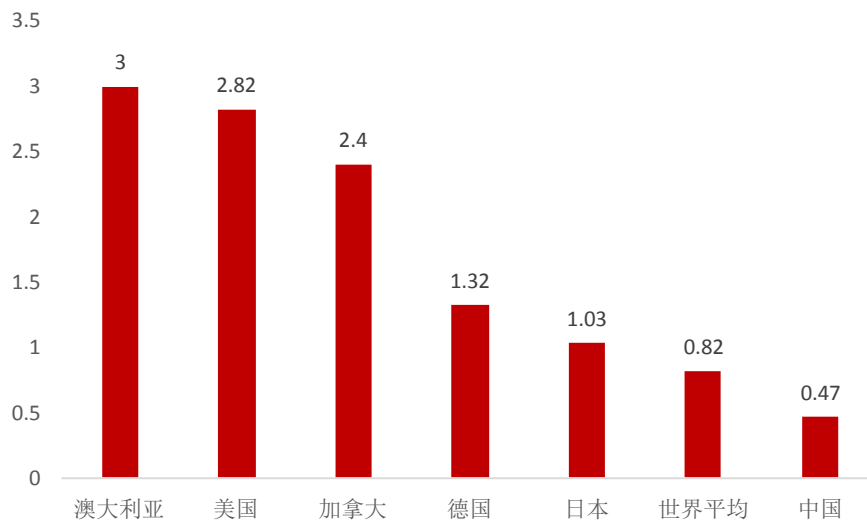


数据来源：中国南航、中国国航、中国东航公司年报，西南证券整理

3.3 持续优化支线航空促进政策

根据民航局的最新规划，到 2035 年，年人均乘机次数要超过 1 次。作为对比，2019 年的中国年人均乘机次数是 0.47 次，低于世界平均水平的 0.82 次，更远低于美国的 2.82 次，这意味着这一数字将在 2035 年翻一番。

图 24：2019 年世界主要国家人均乘机次数



数据来源：IATA，西南证券整理

十三五以来，民航局持续优化支线航空促进政策，积极完善支线航空资源配置，支线航线数量不断增加，支线航空网络覆盖面更加广阔，支线机场所在城市通达性明显改善。但干线、支线发展不平衡的矛盾依然突出，支线航空普遍面临着航空运输效率较低、支线机场连通率较低等问题。根据民航局《2023年全国民用运输机场生产统计公报》显示，2023年末全国境内运输（不含港澳台地区）机场数量达到259个，新增运输机场5个，均为吞吐量在200万人次以下的机场；2023年度全国境内民用运输机场旅客吞吐量达到12.6亿人次，同比增长142%，恢复到2019年的93%；国内航线完成12.1亿人次，恢复到2019年的100%；国际航线完成4732万人次，恢复到2019年的34%。其中吞吐量在200万人次以下的机场数量为185个，较上年减少21个，主要系200万人次以下机场的旅客吞吐量增长较快；但仅占全国境内民用运输机场旅客吞吐量的7%，未来200万人次以下机场的旅客吞吐量增长空间广阔。

根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，2025年全国机场数量预期超过270个，新增机场大部分为支线机场，支线机场资源将持续增长，机场网络布局将进一步完善，航空覆盖人群比例将进一步提升。根据民航局《新时代民航强国建设行动纲要》，2035年我国运输机场数量将达到450个左右，地面100公里覆盖所有县级行政单元，未来支线机场增长空间广阔。

表 5：关于近期免签政策梳理情况

发布时间	文件/新闻名称	主要内容
2023年2月23日	《中华人民共和国政府和马尔代夫共和国政府关于互免签证的协定》	中国公民持有有效的中国护照因旅游、商务、探亲、过境等短期事由拟在马尔代夫停留不超过30天，免办签证。
2023年9月12日	《中华人民共和国政府和俄罗斯联邦政府关于互党团体旅游签证的协定》	中国公民可以在国家旅游局指定的268家旅行社报名参加团队游，持有有效的出境护照，无需申请签证获可以前往俄罗斯。
2023年10月25日	安哥拉对中国公民来安族游实行单方面免签	安哥拉近日颁布总统令。宣布自2023年9月29日起，对包括中国公民在内的98国公民单方面实行免签入境旅游政策，每次入境留期不超过30天，部年可免签入境停留累计不超过90天。
2023年10月25日	贝宁对持普通护照中国公民实施免签入境政策	贝宁政府日前宣布，自2023年9月20日起，持普通护照中国公民可免签入境实施免签入境政策境贝宁，入境后可停留30天。
2023年11月9日	《中华人民共和国政府和哈萨克斯坦共和国政府关于互免签证的协定》	自2023年11月10日起，中国公民持公务普通护照，普通护照和旅行证，哈萨克斯坦公民持普通护照和因国证明，因私人事务，商务活动(包含谈判签约，提供咨询服务及其他商务活动等)。旅游、医疗、国际运输及过境事由。在另一方入境、出境或者过境，自入境之日起单次停留不超过30日，部180日累计停留不超过90日，免办签证。
2023年11月27日	中国对法、德等6国试行单方面免签政策的通知	为进一步促进中外人员往来，服务高质量发展和高水平对外开放，中方决定试行扩大单方面免签国未范围，对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家持普通护照人员试行单方面免签政策。2023年12月1日至2024年11月30日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过15天，可免签入境。
2023年12月11日	中新将互免签证，入出境游再迎利好	新加坡总理公署12月7日发文表示，新加坡与中国将实施30天互免签证的协议。目前。两国正在商讨细则，计划将在2024年早些时候出台相关政策。
2024年1月2日	中泰3月起承久互党对方公民签证	2024年1月2日，泰国总理赛塔·他威信表示，中泰两国将从3月起永久互免对方公民签证。

数据来源：国家移民管理局，西南证券整理

4 破茧成蝶：逆境中的重生与启航

4.1 以安全管理为核心，利用率稳步爬坡

近年来，除了疫情冲击之外，安全事故对华夏航空的生产经营也造成了较大不利影响。2021年7月5日，华夏航空 CRJ900 执行延安-武汉航班时，机组误将跑道边线识别为中心线起飞，造成五个灯损坏（三个跑道边灯、两个滑行道边灯），飞机左主轮扎伤；2021年8月29日，华夏航空 G54394 航班在新疆阿克苏机场着陆过程中滑出跑道，造成4名旅客受到轻微擦伤，飞机整体完整，没有着火等情况发生。两月发生两起安全事件，民航重庆监管局对公司的整体日常飞行运行品质、运行现状及综合实力进行评估后对公司实施航班运行总量调控，由此公司航班量恢复受到限制。

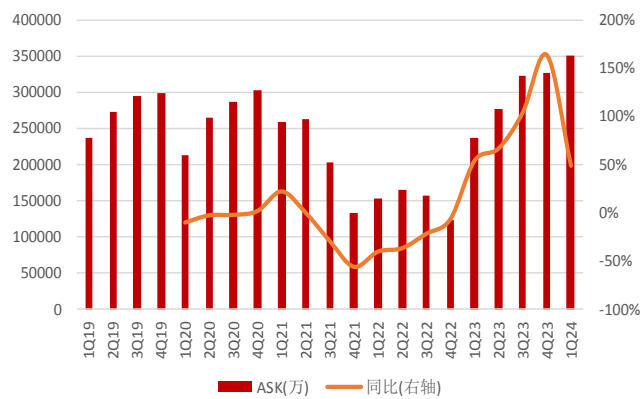
表 6：2021 年华夏航空安全事故及影响

时间	描述	定性	市场反应
2021年7月5日	延安机场飞机起飞滑跑时刮碰跑道边灯	严重事故征候	当时没有公开信息发布，但后来在股吧中传播开来，在7月12日和13日连续两日放量跌停
2021年8月29日	阿克苏机场飞机着陆时低速偏出跑道	严重事故征候	开盘即跌停，报收于10.41元/股，跌10.03%

数据来源：新浪网，西南证券整理

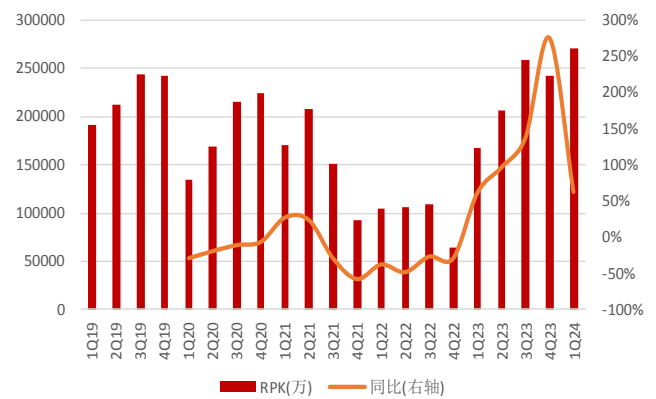
安全事件发生后，公司快速做出响应，强调“安全是民航业的生命线”，通过建立安全管理组织机构、制定相关安全生产管理制度来排除生产经营中的安全隐患。此后，公司逐步走出安全事件困境。

图 25：华夏航空季度 ASK 及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 26：华夏航空季度 RPK 及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

2023 年，公司持续压实安全生产责任，严格执行各项规章要求，持续完善管理体系，进一步提高安全运行水平。作风建设方面，公司大力推进智慧民航建设，不断夯实科技支撑力，公司全机队已实现系统智能记录，并配套管理机制，针对飞行全过程机型建立了 588 项监控点，让作风监督自动化、数据化。飞行员管理方面，公司持续完善飞行员画像系统，建立 120 项 SOP 执行监控项，通过对大数据的有效分析利用，充分识别技能短板，为飞行管理、飞行训练、风险预防、航班计划、飞行员成长规划提供有效支持。2023 年，公司 SOP 执行不规范率较 2022 年同比下降 69.18%。运行管理方面，公司累计完成 160 个机场画像构建，实现从机场静态空域、飞行程序、跑道及性能、机场基础信息、机场安全管理 5 大维

度对机场进行画像，不断累积安全数据，最终运用到训练、排班、运行中，管控环境风险，提升运行安全；将运行数据与气象信息高度结合，提供平面、剖面天气风险提示、飞机和道面积冰风险提示。风险管理方面，公司健全风险分级管控和隐患排查治理双机制，建立并落实风险管理例会制度，2023 年启动风险管理 408 次，识别危险源 1612 项，排查安全隐患 507 项，治理关闭 476 项；持续优化叠加风险的分析模型和运算逻辑，提升叠加风险管控能力。

受益于此，2023 年公司运营平稳恢复，公司 ASK、RPK 已基本恢复至 2019 年同期，恢复率分别为 105%、98%；客座率 75.4%，同比增加 11.6pp。随着机队利用率稳步恢复摊薄固定成本，公司利润率正逐步修复。

表 7：华夏航空单季毛利率及净利率

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
毛利率	10%	14%	2%	-18%	-51%	-50%	-35%	-57%	-17%	-11%	11%	-18%	4%
净利率	-4%	5%	-15%	3%	-75%	-76%	-72%	-75%	-26%	-41%	3%	-21%	2%

数据来源：Wind，西南证券整理

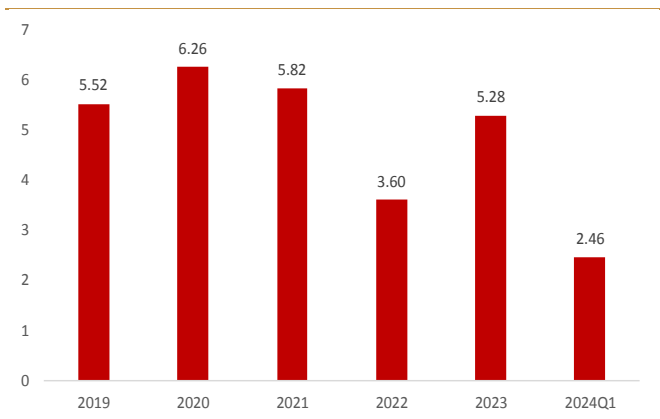
4.2 支线航空补贴办法修订，公司补贴有所提高

为进一步提高支线航空补贴资金效益和政策效果，财政部、民航局根据我国支线航空发展现状对现行补贴办法进行修订，调整支线航空的补贴范围、补贴标准、补贴方式。2024 年 1 月，财政部、民航局联合发布《关于修订支线航空补贴管理暂行办法的通知》，而上一次出台对支线航空补贴政策是在十年前。相较于修订前，变化体现在三个方面。补贴范围更加聚焦，跨省区航段航距限制放宽，补贴方式也有所优化，重点突出了西藏、新疆、青海等偏远及特殊地区以及抵边地区、革命老区、海岛地区等没有高铁通达的地面交通欠发达地区。

国家对支线航空的补贴更加聚焦，加强了对偏远地区客流量小航段的支持，说明国家已看到支线航空对建设立体交通网络的作用。

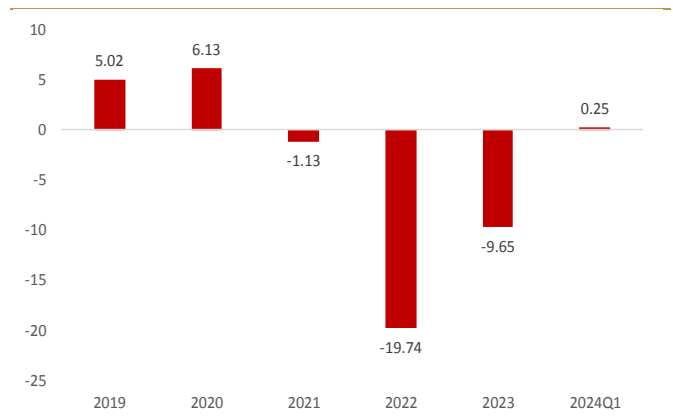
据华夏航空 2024 年一季报，公司其他收益同比增长 1.95 亿至 2.46 亿，支线补贴新政利好公司。此外，本期信用减值损失实现收益 0.23 亿元，主要是冲回此前应收款项坏账准备影响。最终，2024Q1 公司由归母净亏损 2.76 亿同比扭亏至 0.25 亿。

图 27：公司其他收益（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 28：公司归母净利润（亿元）



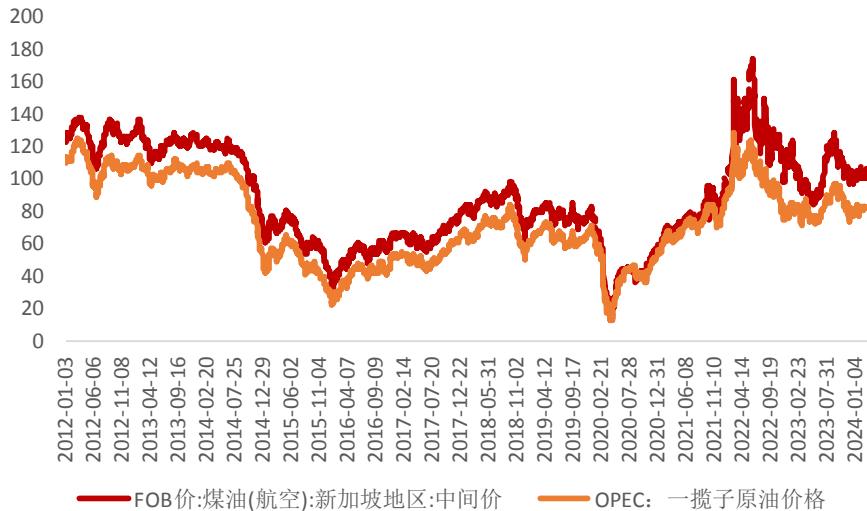
数据来源：Wind，西南证券整理

4.3 燃油成本压力犹存，汇兑风险有望缓解

成本费用方面，航油成本是航空公司最主要的成本之一，约占总成本的 30%-50%。航油价格与原油价格变动趋势基本一致。2023 年以来全球宏观经济增速放缓致使市场低迷，原油价格波动下降，但俄乌冲突、OPEC+ 执行减产政策对原油市场的影响持续，原油价格仍处于较高水平。短期内，根据 IEA 数据，当前美国战略原油库存已下降至历史相对低位，促使美国进入 SPR 补库周期，对未来油价形成支撑；随着中美新一轮谈判开启，美国通胀风险和利率矛盾若得到缓解，叠加国内经济发展逐步回暖，原油需求量有望加大；同时伴随非 OPEC+ 成员国增产，OPEC+ 减产政策的执行力度或将有所缓解。根据 EIA、IEA、OPEC 等机构预测，2024 年全球原油供给量略小于求量，预计原油价格将维持中高位运行，航司仍面临一定的燃油成本压力。

目前，华夏航空每年消耗航油约 40 万吨，如果年度平均采购航油价格变动 1000 元/吨，对净利润的影响约为 4 亿元。

图 29：近年来航油价格走势（美元/桶）



数据来源：Wind，西南证券整理

同时，由于航空公司外部融资主要用于采购飞机及相关设备，故美元负债占比较高，加上风险对冲操作较少，汇率风险亦是其面临的最主要风险及影响净利润的重要因素。2023 年以来，我国实行宽松的货币政策与美联储加息致使中美利差预期扩大，人民币呈贬值趋势，自 23 年 6 月起美元兑人民币月均汇率已经破 7。进入 2024 年，随着国内稳增长政策积极发力、美联储的加息政策结束，中美利差预期将收窄，人民币贬值压力有望得到缓解，航司面临的汇率风险或将有所缓释。

目前，华夏航空外币负债约 6 亿美元，汇率每变动 1%，对净利润影响约为 4000 万元。

图 30：近年来美元兑人民币汇率走势


数据来源：Wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司收入主要来源旅客运输，我们预计公司 2024/25/26 年 ASK 同比增速分别为 31.8%/17.9%/8.9%；预计公司 2024/25/26 年客公里收益分别为 0.60、0.63、0.63 元，同比增速分别为 8%/5%/0%。

假设 2：假设货运收入 2024/25/26 年同比增速为 10%/5%/5%；

假设 3：假设其他主营收入 2024/25/26 年稳定；

假设 4：飞机租赁及折旧费用主要和公司机队规模相关；起降费及机场服务费用、人工成本、维修费用、航线餐食供应品费、民航局收取的费用主要和公司运营情况相关，预计公司 2024/25/26 年多项成本合计增速为 20.4%/16.7%/6.2%；

假设 5：公司的补贴主要以其他收益方式体现。

表 8：运营以及分业务收入预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
ASK (万人公里)	857948.5	601641.0	1161676.8	1531516.7	1805340.6	1966692.9
yoy	-19.7%	-29.9%	93.1%	31.8%	17.9%	8.9%
RPK (万人公里)	620829.1	383432.4	875463.1	1179267.9	1408165.6	1563520.8
yoy	-16.5%	-38.2%	128.3%	34.7%	19.4%	11.0%
客座率	72.4%	63.7%	75.4%	77.0%	78.0%	79.5%
客公里收益 (元)	0.59	0.64	0.56	0.60	0.63	0.63
yoy	-3.5%	8.5%	-13.0%	8.0%	5.0%	0.0%
1、客运收入 (百万元)	3658.18	2451.24	4867.56	7081.25	8878.51	9858.03
yoy	-19.4%	-33.0%	98.6%	45.5%	25.4%	11.0%
2、货运收入 (百万元)	14.80	10.11	10.92	12.01	12.61	13.24
yoy	-29.1%	-31.7%	8.0%	10.0%	5.0%	5.0%
3、其他主营收入 (百万元)	294.43	181.82	272.79	272.79	272.79	272.79
yoy	77.2%	-38.2%	50.0%	0.0%	0.0%	0.0%
收入合计 (百万元)	3967.4	2643.2	5151.3	7366.0	9163.9	10144.1
yoy	-16.1%	-33.4%	94.9%	43.0%	24.4%	10.7%
成本合计 (百万元)	3786.31	3898.16	5512.82	6639.09	7750.22	8230.73
毛利率	4.5%	-47.5%	-7.0%	9.9%	15.4%	18.9%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2024/25/26 年营业收入分别为 73.7、91.6、101.4 亿元，归母净利润分别为 3.8、8.7、12.6 亿元，EPS 分别为 0.30、0.68、0.98 元，对应 PE 分别为 22、10、7 倍。

5.2 相对估值

鉴于公司为民营航空公司，同时考虑公司运营模式以及市场定位，选取更为接近的春秋航空、吉祥航空作为对标，可比公司 24 年 PB 均值为 2.7 倍。我们给予公司 2024 年 2.8 倍 PB，对应目标价 8.01 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

公司	代码	股价 (元)	每股净资产 (元)				PB (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
春秋航空	601021.SH	56.48	16.1	19.1	22.9	26.2	3.4	2.9	2.4	2.1
吉祥航空	603885.SH	11.83	3.8	4.9	6.1	7.3	3.2	2.5	2.0	1.7
平均							3.3	2.7	2.2	1.9
华夏航空	002928.SZ	6.47	2.4	2.9	3.5	4.3	2.7	2.3	1.9	1.5

数据来源: Wind, 西南证券整理。注: 收盘价为 2024/6/19

6 风险提示

宏观经济周期波动风险：民航业的发展与经济周期波动有着密切联系。一方面，民航业的下游需求主要由商务、贸易、旅游等构成，而上述需求容易受到经济周期波动的影响。另一方面，民航业由于普遍资产负债率较高且外币负债较高，容易受到利率及汇率波动的影响；同时，原油成本作为航空运行的主要成本之一，原油价格波动也影响公司成本。因此，民航业受经济周期波动影响较大。

航空业政策变化风险：中国民航局在进行行业监管时，涉及航空公司营运安全标准、航线航权开放的审批管理、航空公司合法运营的经营许可管理、飞机采购与租赁、航空人员管理、国内及国际航线布局、航班时刻管理等方面的航空业政策发生变化，都将对公司未来新增、加密航线和机队扩张等业务的发展产生影响。另外，由于飞机的购买和租赁需要经过国家发改委和民航局的批准，公司的机队扩张计划也会同时受到国家对民航业运力调控方针的影响。

航油价格波动风险：航油是航空公司生产成本的主要构成之一，航油市场价格的波动对航空公司生产成本有较大影响，进而影响航空公司利润水平。

汇率波动风险：公司部分飞机购置和航材采购主要以美元计价，会受到汇率波动的影响。在人民币汇率出现较大波动时，将产生汇兑损益，从而对公司的财务状况和经营业绩产生较大影响。

附表 1：2019-2023 年公司客运运营情况

	2019	2020	2021	2022	2023
可用座公里数 (ASK) (万人公里)	1103007.79	1068186.49	857948.54	601640.98	1161676.79
yoy		-3.2%	-19.7%	-29.9%	93.1%
国内	1075730.03	1061463.84	856054.64	600291.13	1155140.4
国际	27277.76	6722.65	1893.9	1349.85	6536.39
旅客周转量 (RPK) (万人公里)	889614.36	743928.23	620829.08	383432.43	875463.11
yoy		-16.4%	-16.5%	-38.2%	128.3%
国内	867924.29	740166.82	620231.29	382865.63	870688.22
国际	21690.07	3761.41	597.79	566.8	4774.89
客座率 (RPK/ASK)	80.7%	69.6%	72.4%	63.7%	75.4%
yoy		-11.0%	89.0%	189.0%	289.0%
国内	80.7%	69.7%	72.5%	63.8%	75.4%
国际	79.5%	56.0%	31.6%	42.0%	73.1%
客公里收益 (元)	0.59	0.61	0.59	0.64	0.56
yoy		3.1%	-3.5%	8.5%	-13.0%

数据来源：公司公告，西南证券整理

附表 2：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5151.27	7366.05	9163.92	10144.06	净利润	-964.98	380.49	870.24	1255.92
营业成本	5512.82	6639.09	7750.22	8230.73	折旧与摊销	286.44	306.68	323.33	340.04
营业税金及附加	16.32	30.92	33.75	39.97	财务费用	592.60	674.23	646.25	699.90
销售费用	239.46	316.74	389.47	441.27	资产减值损失	-13.46	0.00	0.00	0.00
管理费用	267.09	250.45	311.57	344.90	经营营运资本变动	101.58	-1988.57	-769.11	-288.27
财务费用	592.60	674.23	646.25	699.90	其他	1320.00	185.75	161.08	56.26
资产减值损失	-13.46	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1322.17	-441.41	1231.79	2063.85
投资收益	1.37	0.00	0.00	0.00	资本支出	-128.03	-300.00	-350.00	-400.00
公允价值变动损益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	其他	-413.00	-0.01	-0.01	-0.01
其他经营损益	0.00	1000.00	1000.00	1100.00	投资活动现金流净额	-541.02	-300.01	-350.01	-400.01
营业利润	-1077.57	454.61	1032.64	1487.30	短期借款	-110.19	780.16	79.93	-795.85
其他非经营损益	-22.66	-6.97	-8.83	-9.74	长期借款	239.93	0.00	0.00	0.00
利润总额	-1100.23	447.64	1023.82	1477.56	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-135.25	67.15	153.57	221.63	支付股利	0.00	193.00	-76.10	-174.05
净利润	-964.98	380.49	870.24	1255.92	其他	-865.56	57.69	-346.25	-399.90
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-735.82	1030.84	-342.42	-1369.80
归属母公司股东净利润	-964.98	380.49	870.24	1255.92	现金流量净额	56.47	289.43	539.36	294.04
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1920.39	2209.81	2749.17	3043.22	成长能力				
应收和预付款项	1785.77	3759.07	4488.80	4759.98	销售收入增长率	94.89%	42.99%	24.41%	10.70%
存货	193.61	242.64	289.11	303.67	营业利润增长率	53.97%	142.19%	127.15%	44.03%
其他流动资产	176.68	251.05	312.32	345.72	净利润增长率	51.12%	139.43%	128.72%	44.32%
长期股权投资	1.82	1.82	1.82	1.82	EBITDA 增长率	84.14%	823.06%	39.48%	26.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3956.24	4070.25	4217.62	4398.27	毛利率	-7.02%	9.87%	15.43%	18.86%
无形资产和开发支出	177.92	152.71	127.50	102.29	三费率	21.34%	16.85%	14.70%	14.65%
其他非流动资产	9966.61	9871.13	9775.64	9680.16	净利率	-18.73%	5.17%	9.50%	12.38%
资产总计	18179.04	20558.48	21961.99	22635.14	ROE	-31.25%	10.39%	19.53%	22.68%
短期借款	2077.01	2857.17	2937.10	2141.24	ROA	-5.31%	1.85%	3.96%	5.55%
应付和预收款项	646.96	926.60	1076.67	1129.48	ROIC	4032.60%	76.45%	49.76%	52.47%
长期借款	1783.11	1783.11	1783.11	1783.11	EBITDA/销售收入	-3.85%	19.49%	21.85%	24.91%
其他负债	10584.45	11330.62	11709.97	12044.29	营运能力				
负债合计	15091.53	16897.48	17506.84	17098.12	总资产周转率	0.29	0.38	0.43	0.45
股本	1278.24	1278.24	1278.24	1278.24	固定资产周转率	1.82	2.37	2.79	2.95
资本公积	3295.56	3295.56	3295.56	3295.56	应收账款周转率	4.44	4.21	3.63	3.53
留存收益	-1436.24	-862.75	-68.61	1013.26	存货周转率	29.05	29.09	28.68	27.42
归属母公司股东权益	3087.51	3661.00	4455.14	5537.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.62%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3087.51	3661.00	4455.14	5537.02	资产负债率	83.02%	82.19%	79.71%	75.54%
负债和股东权益合计	18179.04	20558.48	21961.99	22635.14	带息债务/总负债	25.58%	27.46%	26.96%	22.95%
					流动比率	0.71	0.89	1.04	1.23
					速动比率	0.68	0.86	1.00	1.19
					股利支付率	0.00%	-50.72%	8.74%	13.86%
					每股指标				
					每股收益	-0.75	0.30	0.68	0.98
					每股净资产	2.42	2.86	3.49	4.33
					每股经营现金	1.03	-0.35	0.96	1.61
					每股股利	0.00	-0.15	0.06	0.14
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	-198.53	1435.52	2002.22	2527.23					
PE	-8.73	22.14	9.68	6.71					
PB	2.73	2.30	1.89	1.52					
PS	1.64	1.14	0.92	0.83					
EV/EBITDA	-19.74	3.38	2.20	1.31					
股息率	0.00%	—	0.90%	2.07%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
