

评级: 买入 (上调)

市场价格: 5.74元

分析师: 杜冲

执业证书编号: S0740522040001

电话:

Email: duchong@zts.com.cn

联系人: 李晶莹

电话:

Email: lidy@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,643	5,151	7,790	9,095	9,667
增长率 yoy%	-33%	95%	51%	17%	6%
净利润 (百万元)	-1,974	-965	406	952	1,124
增长率 yoy%	-1654%	51%	142%	134%	18%
每股收益 (元)	-1.54	-0.75	0.32	0.75	0.88
每股现金流量	0.25	1.03	0.03	1.18	1.22
净资产收益率	-49%	-31%	12%	21%	20%
P/E	-3.7	-7.6	18.1	7.7	6.5
P/B	1.8	2.4	2.1	1.7	1.3

备注: 股价为 2024 年 7 月 29 日收盘价

报告摘要

- **航网布局: 向补贴靠拢, 与经济相关。**1) 公司规模: 机队数量扩张, 时刻总量增长。2024 年 Q1, 公司机队规模 72 架。近年来公司机队增速高于全行业, 但目前看机长人数仍存在较大缺口 (23 年底人机比为 3.89, 正常应为 5 左右)。随着机队数量增长, 公司计划时刻量逐年增长, 截至 2024 年夏秋航季, 国内周计划时刻量 6058 个, 市占率 2.59%, 近年来计划时刻同比增速基本高于行业。2) 航网概览: 聚焦于中西部, 补贴关联性强。公司基本建立起全国性支线航空网络, 综合当地经济、高铁网络、民航局补贴三方面因素, 公司的航线布局主要着重于新疆地区、西南地区 (除西藏)、华北地区。3) 新疆地区: 补贴政策利好, 时刻增速明显。2013-2022 年, 民航新疆局支出的支线航空补贴从 6708 万元上升至 3.94 亿元。公司自 2018 年起在新疆地区急速扩张。2024 年夏秋航季, 公司在新疆 16 个机场的国内时刻份额均为第一 (共 24 个机场)。与南航、海航等大型航司把时刻集中在乌鲁木齐不同, 公司在新疆主要经营干支、支支航线, 时刻主要集中在库尔勒、阿克苏、伊宁、喀什等地区。4) 内蒙贵州: 补贴回款较慢, 时刻增速放缓。近年来公司内蒙和贵州的时刻增速放缓, 2024 年夏秋航季, 内蒙地区时刻量与 2019 年夏秋航季接近, 贵州地区时刻量与 2016 年夏秋航季接近。由于公司长账龄应收账款的客户主要集中在以上两地, 由此推测两地时刻增速的放缓或与补贴回款不及时有关。2024 年夏秋航季, 公司在内蒙的阿尔山、霍林郭勒地区已经停飞, 在贵州的毕节、荔波、铜仁等地的计划时刻量大幅减少。5) 衢州地区: 双重利好催化, 未来空间较大。2019 年, 衢州完成国内生产总值 1574 亿元, 但航空旅客吞吐量仅 40 万人。公司紧抓机遇, 在 2020 年 10 月与衢州政府签订战略合作协议, 加大时刻投放。2024 年夏秋航季, 公司在衢州的时刻市占率达行业第一, 周计划时刻量为 144 个 (占衢州机场时刻总量的 58%), 较 2023 年夏秋航季增长 10.77%, 较 2019 年夏秋航季增长 1700%。公司入驻后, 衢州机场吞吐量由 40 万人增至 88 万人 (已超设计流量)。未来随着衢州机场改扩建项目的启动及落成, 衢州地区航空需求发展可期。
- **安全生产: 完善内控制度, 细化风险管控。**2021 年, 公司连续发生两起飞行风险事件, 引发市场对于公司飞行安全的担忧。公司建立了由总裁、安全总监、运行副总裁、维修副总裁、总飞行师、总工程师和运行部门负责人等人组成的航空安全委员会以制定安全生产管理制度来避免重大安全生产隐患, 通过构建自查机制、引入信息系统及创新运行功能等措施, 加大资源投入, 完善管理体系, 强化飞行员培训, 同时公司推动智慧民航建设, 以科技提升管理效率, 保障航空运输平稳运行, 强力管控下公司 2023 年全国“平安民航”考评结果居西南地区第一。
- **估值及投资评级:** 公司是我国唯一一家规模化的独立支线民营航空, 发展至今机队数量及时刻份额已初具规模效应, 结合支线市场特性, 公司灵活调动航线网络, 能充分紧跟补贴政策趋势, 挖掘市场需求, 推进政企合作, 在支线航空市场中具有较强优势。随着今明两年公司飞机利用率逐步恢复以及可用座公里的持续增长, 公司单位 ASK 成本将持续摊薄, 由于单位 ASK 收入相对稳定, 短期内业绩有望反弹。预计公司 2024-2026 年的归母净利润为 4.06/9.52/11.24 亿元, 同比增速分别为 142%/134%/18%, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行风险、汇率波动风险、油价上涨风险、补贴下降风险、研报使用信息数据更新不及时风险

基本状况

总股本(百万股)	1,278
流通股本(百万股)	1,278
市价(元)	5.74
市值(百万元)	7,337
流通市值(百万元)	7,337

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《华夏航空首次覆盖报告: 支线航空龙头, 盈利修复加速》

投资主题

报告亮点

本篇报告详细分析了华夏航空的航线网络，回答了市场关心的两个问题：

1) 公司的补贴是否持续？市场担心公司的补贴不可持续，我们认为公司充分发挥其在支线市场的优势，能灵活调动航线网络，确保补贴稳定持续。举例来说，公司在补贴政策利好的新疆地区加强时刻投入，在回款较慢的内蒙、贵州地区减少时刻投入，在衢州等经济基础强、航网基础弱的地区加强政企合作，挖掘市场需求。

2) 公司的安全风险是否消除？市场担心公司的安全风险是否消除，我们认为在 2021 年两次事故后，公司加强安全管控，完善内控制度，细化风险管控，飞行风险可控。公司通过建立安全管理组织机构、构建自查机制、引入信息系统及创新运行功能等措施，完善管理体系，强化飞行员培训，并推动智慧民航建设，以科技提升管理效率，保障航空运输平稳运行。强力管控下公司 2023 年全国“平安民航”考评结果居西南地区第一。

投资逻辑

公司是我国唯一一家规模化的独立支线民营航空，发展至今队数量及时刻份额已初具规模效应，结合支线市场特性，公司灵活调动航线网络，能充分紧跟补贴政策趋势，挖掘市场需求，推进政企合作，在支线航空市场中具有较强优势。随着今明两年公司飞机利用率的逐步恢复以及可用座公里的持续增长，公司单位 ASK 成本将持续摊薄，由于单位 ASK 收入相对稳定，短期内业绩有望反弹。

关键假设、估值与盈利预测

预计公司 2024-2026 年的归母净利润为 4.06/9.52/11.24 亿元，同比增速分别为 142%/134%/18%，上调至“买入”评级。

内容目录

航网布局：向补贴靠拢，与经济相关.....	- 5 -
公司规模：机队数量扩张，时刻总量增长.....	- 5 -
航网概览：聚焦于中西部，补贴关联性强.....	- 7 -
新疆地区：补贴政策利好，时刻增速明显.....	- 13 -
内蒙贵州：补贴回款较慢，时刻增速放缓.....	- 17 -
衢州地区：双重利好催化，未来空间较大.....	- 18 -
安全生产：完善内控制度，细化风险管控.....	- 20 -
完善安全生产内控制度.....	- 20 -
安全运营措施更加细化.....	- 21 -
估值及投资建议.....	- 23 -
风险提示.....	- 23 -

图表目录

图表 1：2024 年 Q1 公司机队规模 72 架.....	- 5 -
图表 2：公司机队以支线飞机为主.....	- 5 -
图表 3：2018-2023 年公司机队增速较高.....	- 5 -
图表 4：从人机比看华夏航空机长人数存在瓶颈.....	- 5 -
图表 5：除疫情期间公司国内时刻增速高于行业.....	- 6 -
图表 6：2024 年夏秋航季华夏航空国内时刻市占率 2.59%.....	- 6 -
图表 7：2023 年华夏航空航线网络.....	- 7 -
图表 8：近年来重庆、库尔勒、衢州基地时刻份额上升明显（个/周，%）.....	- 8 -
图表 9：2024 年夏秋航季各过夜点时刻量较 2016 年夏秋明显增长（个/周，%）.....	- 8 -
图表 10：2013-2024 年民航各局支线补贴支出占比.....	- 9 -
图表 11：2016-2024 年夏秋航季华夏航空各地区时刻占比.....	- 9 -
图表 12：2016-2024 年夏秋公司新疆市场占公司时刻的比例从 0 到 1.....	- 10 -
图表 13：2023 年底各省高铁（快速铁路）的通车里程（时速 200KM 以上）.....	- 11 -
图表 14：华夏航空时刻平均增速及 GDP 平均增速、规模排名.....	- 12 -
图表 15：新疆局支出的补贴金额上升.....	- 13 -
图表 16：新疆地区机场分布.....	- 13 -
图表 17：新疆维吾尔自治区地区行政区划.....	- 13 -
图表 18：新疆地区时刻增速高于行业（除疫情期间）.....	- 14 -
图表 19：2024 年夏秋新疆地区时刻占比（按航司分）.....	- 14 -
图表 20：2024 年夏秋航季华夏航空涉新疆地区干支、支支航线占比高.....	- 14 -
图表 21：2024 年夏秋航季海航集团新疆时刻占比明细.....	- 15 -
图表 22：2024 年夏秋航季南航集团新疆时刻占比明细.....	- 15 -

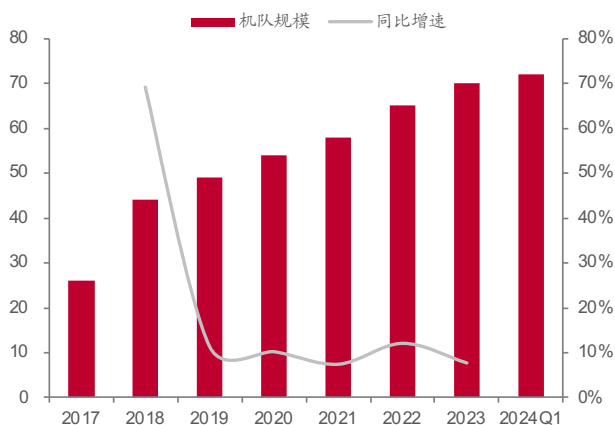
图表 23: 2018-2024 年夏秋航季华夏航空新疆地区时刻占比明细.....	- 15 -
图表 24: 2024 年夏秋航季华夏航空新疆地区国内计划时刻份额领先.....	- 16 -
图表 25: 2024 年夏秋航季华夏内蒙古时刻量接近 2019 年夏秋航季.....	- 17 -
图表 26: 2024 年夏秋航季华夏贵州时刻量接近 2016 年夏秋航季.....	- 17 -
图表 27: 华夏航空长账龄应收账款主要客户 (万元)	- 17 -
图表 28: 2016-2024 年夏秋公司长账龄客户所在地计划时刻变化 (个/周) ..	- 18 -
图表 29: 2016-2024 年夏秋航季华夏航空浙江地区时刻量增多	- 18 -
图表 30: 2019-2024 年夏秋航季华夏航空衢州时刻量增幅明显	- 18 -
图表 31: 2024 年夏秋航季华夏航空衢州机场时刻市占率第一	- 19 -
图表 32: 2023 年衢州机场旅客吞吐量创新高 (人次)	- 19 -
图表 33: 2021 年两起安全事件后公司股价大幅下跌.....	- 20 -
图表 34: 华夏航空航空安全委员会组织架构	- 20 -
图表 35: 2020-2023 年华夏航空安全运营措施更加具象化.....	- 21 -
图表 36: 2022-2023 年“平安民航”西南地区公共航空运输企业考核情况.....	- 22 -
图表 37: 可比公司估值表	- 23 -

航网布局：向补贴靠拢，与经济相关

公司规模：机队数量扩张，时刻总量增长

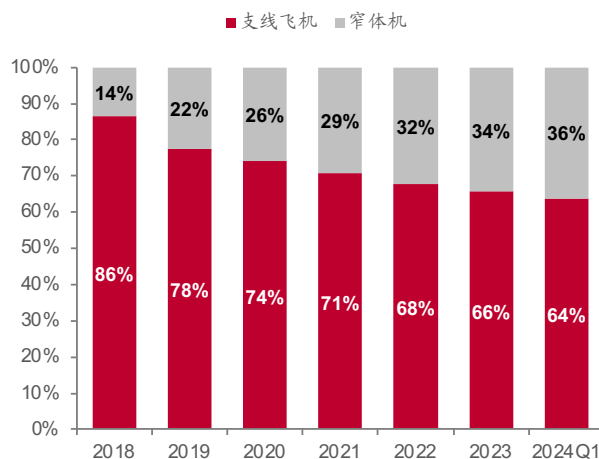
- **2017 年至今公司机队规模持续增长，支线飞机为公司主力机型。**截至 2024 年 Q1，公司机队规模 72 架，其中支线飞机 46 架，占比 64%，干线飞机（A320 系列飞机）26 架，占比 36%。
- **2018-2023 年公司机队增速较高，但机长人数存在瓶颈。**2018-2023 年公司机队增速高于全行业机队增速，但机长人数存在较大缺口。从公司历史数据（2017-2020 年）以及吉祥航空、九元航空 2017-2023 年数据看，正常情况下人机比（机长人数/飞机数量）为 5 左右，但 2021 年公司人机比仅为 2.78，至 2023 年底仅恢复至 3.89，机长人数仍存在较大瓶颈。

图表 1：2024 年 Q1 公司机队规模 72 架



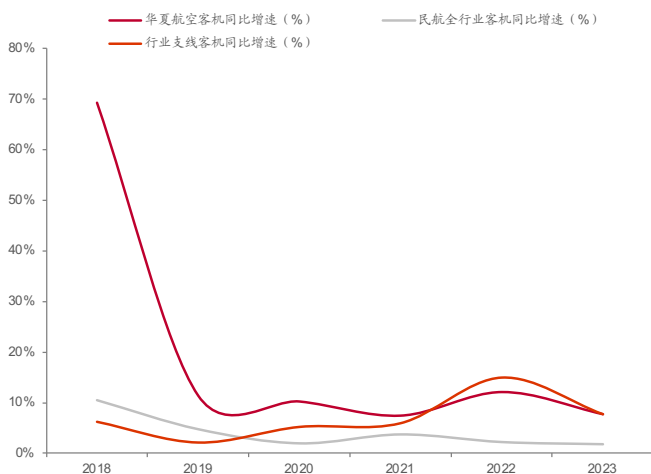
来源：公司年报及季报、从统计看民航、中泰证券研究所

图表 2：公司机队以支线飞机为主



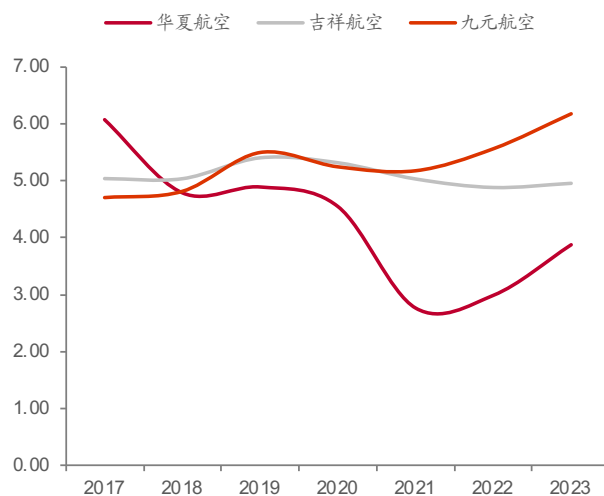
来源：公司年报及季报、中泰证券研究所

图表 3：2018-2023 年公司机队增速较高



来源：公司年报、民航局、中泰证券研究所

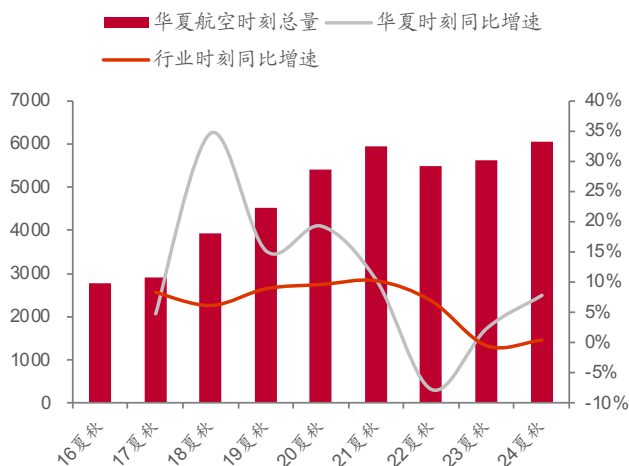
图表 4：从人机比看华夏航空机长人数存在瓶颈



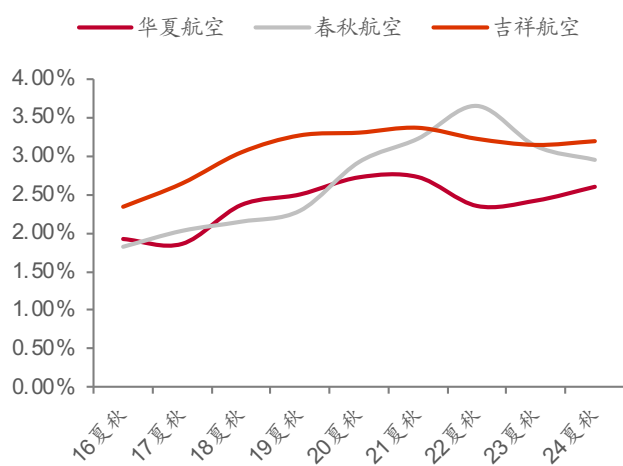
来源：公司年报、中国民航驾驶员发展报告、中泰证券研究所

- 随着机队规模增长，公司国内计划时刻量逐年增加。以 2016-2024 年夏秋航季航班计划为例，公司计划时刻量从 2788 个/周增加至 6058 个/周，累计增速 117%。2018-2024 年，公司国内时刻量同比增速高于全行业国内时刻同比增速（除 2022 年外）。截至 2024 年夏秋，公司国内计划时刻市占率为 2.59%。

图表 5: 除疫情期间公司国内时刻增速高于行业 图表 6: 2024 年夏秋航季华夏航空国内时刻市占率 2.59%



来源: preflight、中泰证券研究所
备注: 单位: 个/周



来源: preflight、中泰证券研究所

航网概览：聚焦于中西部，补贴关联性强

- 公司基本建立起全国性支线航空网络。根据公司年报，2023 年底，公司航线网络已覆盖全国 38%的支线航点，公司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。

图表 7：2023 年华夏航空航线网络



来源：公司年报、中泰证券研究所

- 近年来重庆、库尔勒、衢州基地的时刻增长明显，贵阳基地时刻总量稳定，呼和浩特、大连基地时刻总量下降。从 2016-2024 年夏秋航季的航班计划看，公司较为重视重庆、库尔勒、衢州基地的发展，较 2016 年夏秋航季，2024 年夏秋航季重庆基地时刻累计增长 42%。公司自 2018 年进入新疆市场，库尔勒基地的时刻量从 126 个/周增长至 2024 年夏秋航季的 238 个/周，累计增速 89%；衢州基地时刻量自 2019 年夏秋航季的 8 个/周增长至 2024 年夏秋航季的 144 个/周，累计增速 1700%。2016-2024 年夏秋航季，贵阳、呼和浩特基地周计划时刻量由增到减，2024 年夏秋航季的时刻总量与 2016 年夏秋航季的时刻总量相差不大。2016-2024 年夏秋航季，大连基地时刻总量整体呈下降趋势，由 2016 年夏秋航季的 110 个/周下降至 2024 年夏秋航季的 44 个/周。

图表 8：近年来重庆、库尔勒、衢州基地时刻份额上升明显（个/周，%）

基地	16 夏秋	17 夏秋	18 夏秋	19 夏秋	20 夏秋	21 夏秋	22 夏秋	23 夏秋	24 夏秋
重庆	370	360	364	418	454	486	496	494	525
yoy		-2.70%	1.11%	14.84%	8.61%	7.05%	2.06%	-0.40%	6.28%
贵阳	238	258	300	292	292	292	254	210	234
yoy		8.40%	16.28%	-2.67%	0.00%	0.00%	-13.01%	-17.32%	11.43%
库尔勒			126	204	220	230	224	238	238
yoy				61.90%	7.84%	4.55%	-2.61%	6.25%	0.00%
西安	28	78	70	70	78	70	70	70	76
yoy		178.57%	-10.26%	0.00%	11.43%	-10.26%	0.00%	0.00%	8.57%
呼和浩特	274	204	374	372	354	386	386	386	290
yoy		-25.55%	83.33%	-0.53%	-4.84%	9.04%	0.00%	0.00%	-24.87%
大连	110	94	96	102	112	110	50	50	44
yoy		-14.55%	2.13%	6.25%	9.80%	-1.79%	-54.55%	0.00%	-12.00%
衢州				8	36	110	124	130	144
yoy					350.00%	205.56%	12.73%	4.84%	10.77%

来源：preflight、中泰证券研究所

- **2024 年夏秋航季公司过夜点计划时刻量整体较 2019 年夏秋航季呈现增长状态。**阿克苏、喀什、包头、天津过夜点的计划时刻总量及增幅均较为明显。

图表 9：2024 年夏秋航季各过夜点时刻量较 2016 年夏秋明显增长（个/周，%）

过夜点	16 夏秋	17 夏秋	18 夏秋	19 夏秋	20 夏秋	21 夏秋	22 夏秋	23 夏秋	24 夏秋
阿克苏			20	56	130	128	182	240	232
yoy				180.00%	132.14%	-1.54%	42.19%	31.87%	-3.33%
喀什				48	64	62	64	64	140
yoy					33.33%	-3.13%	3.23%	0.00%	118.75%
包头	40	58	48	78	106	200	172	188	159
yoy		45.00%	-17.24%	62.50%	35.90%	88.68%	-14.00%	9.30%	-15.43%
天津	86	90	138	138	138	138	138	138	152
yoy		4.65%	53.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.14%
芜湖							64	46	64
yoy								-28.13%	39.13%

来源：preflight、中泰证券研究所

- **民航局的支线航空补贴支出主要在新疆局、西南局（含西藏、四川、重庆、贵州、云南）、华北局（含北京、天津、河北、山西、内蒙古）、西北局（含陕西、宁夏、甘肃、青海）。**以 2024 年补贴（实际考核时期为 2022 年 7 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日）数据为例，新疆局、西南局（西藏航线）、西南局（普通支线）、华北局、西北局的支线航空补贴支出分别为 3.34、3.17、2.61、2.25、1.55 亿元，占民航局支线补贴总额的比例分别为 23.8%、22.6%、18.6%、16.0%、11.1%。
- **华夏航空时刻结构与民航局的支线航空补贴结构高度一致。**以 2024 年夏秋航季计划时刻看，公司在新疆地区的国内周计划时刻占比达 28.69%，占比居首位，其次是华北地区、西南地区，计划时刻量均超

公司时刻总量的 20%，分别为 24.25%、20.62%。

图表 10：2013-2024 年民航各局支线补贴支出占比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2024
新疆局	15.5%	20.3%	19.7%	13.1%	13.3%	9.1%	11.9%	20.9%	25.4%	25.6%	23.8%
西南局-西藏航线	26.1%	17.5%	18.7%	19.9%	26.4%	23.8%	19.5%	27.8%	28.9%	29.0%	22.6%
西南局-普通支线	22.2%	17.1%	17.3%	22.9%	22.4%	24.4%	22.6%	18.0%	16.1%	20.1%	18.6%
华北局	10.8%	16.2%	16.9%	18.3%	12.9%	14.9%	17.3%	10.6%	11.3%	10.2%	16.0%
西北局	10.3%	12.5%	11.2%	8.2%	9.5%	10.6%	12.2%	10.3%	11.0%	7.8%	11.1%
东北局	6.3%	8.6%	7.8%	9.4%	9.1%	10.1%	10.6%	8.4%	3.9%	3.5%	4.4%
中南局	4.8%	4.5%	4.8%	5.3%	4.1%	4.8%	4.0%	2.1%	2.0%	2.3%	2.2%
华东局	4.0%	3.3%	3.6%	2.8%	2.2%	2.3%	1.9%	2.0%	1.3%	1.3%	1.5%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

来源：民航局、中泰证券研究

备注：按照旧《支线航空补贴管理暂行办法》，年度支线航空补贴的考核日期为上年 7 月 1 日至本年 6 月 30 日。以 2024 年为例，此处 2024 年数据实际为各航司 2022 年 7 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日的补贴情况，下同。2023 年民航总局没有披露各局的补贴支出明细

图表 11：2016-2024 年夏秋航季华夏航空各地区时刻占比

地区	16 夏秋	17 夏秋	18 夏秋	19 夏秋	20 夏秋	21 夏秋	22 夏秋	23 夏秋	24 夏秋
新疆	0.00%	0.00%	9.51%	18.24%	21.56%	19.58%	21.23%	23.63%	28.69%
华北	29.20%	27.88%	31.64%	27.83%	24.19%	25.25%	26.55%	27.86%	24.25%
西南	32.35%	36.03%	27.37%	25.09%	23.63%	28.21%	27.93%	22.70%	20.62%
华东	8.18%	4.93%	4.73%	4.42%	6.26%	6.38%	6.48%	7.22%	9.28%
中南	10.76%	14.04%	10.99%	12.15%	10.33%	8.53%	8.38%	8.58%	8.88%
西北	13.56%	12.53%	10.94%	7.60%	8.48%	7.09%	6.34%	6.80%	6.16%
东北	5.95%	4.59%	4.83%	4.68%	5.56%	4.97%	3.10%	3.20%	2.13%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

来源：preflight、中泰证券研究

- 从具体省份看，新疆、内蒙古、重庆、贵州是公司发展的重点。公司自 2018 年进入新疆市场，至 2024 年夏秋航季新疆时刻占公司时刻总额的比例达到 28.69%，居各省第一。2024 年夏秋航季，内蒙古时刻占公司时刻总量的 16.62%，仅次于新疆，重庆、贵州紧随其后，占比分别为 8.67%、8.12%。

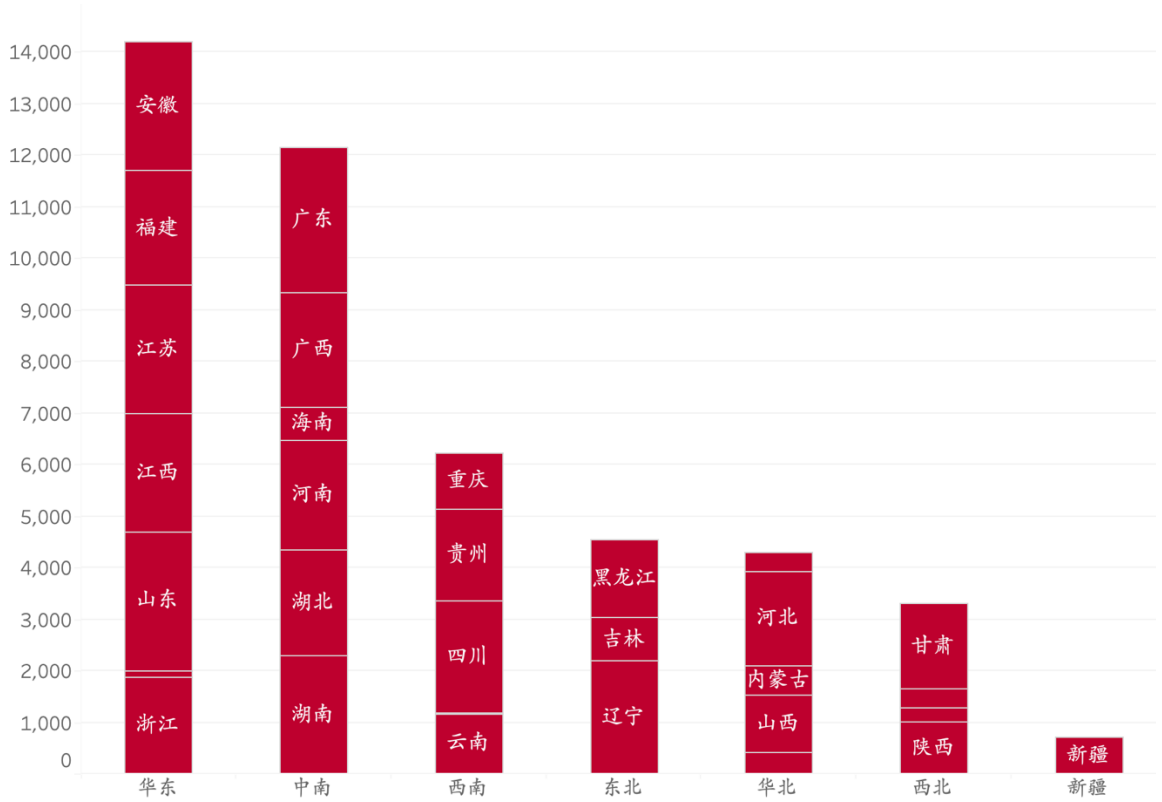
图表 12: 2016-2024 年夏秋公司新疆市场占公司时刻的比例从 0 到 1

管理局	省份	16 夏秋	17 夏秋	18 夏秋	19 夏秋	20 夏秋	21 夏秋	22 夏秋	23 夏秋	24 夏秋
新疆	新疆			9.51%	18.24%	21.56%	19.58%	21.23%	23.63%	28.69%
	合计			9.51%	18.24%	21.56%	19.58%	21.23%	23.63%	28.69%
华北	内蒙古	23.17%	21.10%	23.91%	21.33%	18.56%	20.11%	20.76%	20.93%	16.62%
	河北	0.57%	1.10%	2.03%	1.59%	1.78%	1.61%	2.08%	2.63%	2.58%
	山西	2.37%	2.60%	2.19%	1.86%	1.30%	1.21%	1.20%	1.85%	2.54%
	天津	3.08%	3.08%	3.51%	3.05%	2.56%	2.32%	2.51%	2.46%	2.51%
	合计	29.20%	27.88%	31.64%	27.83%	24.19%	25.25%	26.55%	27.86%	24.25%
	西南	重庆	13.27%	12.33%	9.26%	9.23%	8.41%	8.16%	9.03%	8.79%
贵州	16.57%	21.30%	16.33%	14.00%	11.89%	12.63%	11.51%	9.64%	8.12%	
云南	0.50%	0.96%	0.71%	0.93%	2.04%	5.91%	5.28%	2.21%	2.01%	
四川	2.01%	1.44%	1.07%	0.93%	1.30%	1.51%	2.11%	2.06%	1.82%	
合计	32.35%	36.03%	27.37%	25.09%	23.63%	28.21%	27.93%	22.70%	20.62%	
华东	浙江	2.44%	1.64%	1.22%	1.37%	1.93%	3.36%	3.68%	4.20%	4.09%
	山东	4.30%	2.60%	2.03%	1.10%	1.15%	1.18%	0.40%	1.14%	1.85%
	安徽	0.43%		0.41%	0.71%	1.26%	0.20%	1.17%	0.82%	1.06%
	福建	0.72%	0.41%	0.31%	0.44%	0.52%	0.84%	0.73%	0.57%	0.83%
	江苏	0.29%	0.27%	0.76%	0.80%	1.07%	0.50%	0.40%	0.14%	0.73%
	江西					0.33%	0.20%		0.25%	0.63%
	上海						0.10%	0.11%	0.11%	0.10%
	合计	8.18%	4.93%	4.73%	4.42%	6.26%	6.38%	6.48%	7.22%	9.28%
中南	湖北	1.43%	2.26%	2.09%	1.72%	1.56%	1.58%	0.80%	1.57%	2.64%
	湖南		0.48%	2.39%	3.31%	2.81%	2.22%	2.44%	1.85%	1.98%
	广东	0.22%	1.30%	1.42%	1.99%	2.00%	1.71%	1.93%	1.81%	1.55%
	河南	1.00%	2.33%	1.12%	1.24%	1.30%	1.28%	1.06%	1.67%	1.02%
	海南	1.72%	1.44%	0.71%	0.62%	0.41%	0.57%	0.69%	0.60%	0.83%
	广西	6.38%	6.23%	3.26%	3.27%	2.26%	1.18%	1.46%	1.07%	0.76%
	深圳									0.10%
	合计	10.76%	14.04%	10.99%	12.15%	10.33%	8.53%	8.38%	8.58%	8.88%
西北	陕西	3.44%	4.04%	2.90%	2.43%	3.07%	2.72%	3.24%	3.91%	3.99%
	甘肃	6.24%	4.66%	5.54%	2.52%	1.89%	1.88%	1.78%	1.46%	1.58%
	宁夏	2.30%	2.88%	2.14%	1.86%	2.07%	1.54%		0.14%	0.36%
	青海	1.58%	0.96%	0.36%	0.80%	1.44%	0.94%	1.31%	1.28%	0.21%
	合计	13.56%	12.53%	10.94%	7.60%	8.48%	7.09%	6.34%	6.80%	6.16%
东北	辽宁	4.95%	3.42%	3.36%	3.14%	3.22%	2.79%	1.42%	1.49%	1.12%
	黑龙江	1.00%	0.89%	0.81%	1.06%	1.70%	1.61%	1.53%	1.46%	0.81%
	吉林		0.27%	0.66%	0.49%	0.63%	0.57%	0.15%	0.25%	0.20%
	合计	5.95%	4.59%	4.83%	4.68%	5.56%	4.97%	3.10%	3.20%	2.13%
总和	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

来源: preflight、中泰证券研究

- 公司的航网发展与高铁发展紧密相关。2024 年夏秋航季，新疆、华北、西南的时刻份额占公司时刻总量的 73.56%，新疆、华北、西南地区的高铁（快速铁路）的通车里程（时速 200KM 及以上）排名在全国相对靠后，其中新疆仅有 719 公里，华北合计 4289 公里，公司在华北地区重点省份内蒙古高速铁路的通车里程仅有 577 公里，西南地区的重庆、贵州分别有 1080 公里和 1786 公里，在全国省份中处于中下游位置。

图表 13: 2023 年底各省高铁（快速铁路）的通车里程（时速 200KM 以上）



来源：铁路建设规划、中泰证券研究所
单位：公里

- 除了避免与高铁竞争外，公司的航网发展与经济发展紧密相关。我们计算了公司 2016-2024 年夏秋航季时刻总量的平均同比增速、2016-2023 年 GDP 平均同比增速、2016-2023 年 GDP 平均规模。除云南、新疆、吉林外，时刻平均增速排名前十的省份，GDP 平均规模排名同样靠前。

图表 14: 华夏航空时刻平均增速及 GDP 平均增速、规模排名

省份	时刻平均增速排名	GDP 平均增速排名	GDP 平均规模排名
湖南	1	23	9
江苏	2	20	2
广东	3	21	1
安徽	4	10	11
云南	5	7	18
河北	6	26	12
吉林	7	31	26
新疆	8	3	23
湖北	9	16	7
浙江	10	14	4
河南	11	28	5
山东	12	25	3
福建	13	6	8
宁夏	14	4	29
山西	15	1	20
陕西	16	11	14
黑龙江	17	30	25
青海	18	18	30
江西	19	13	15
四川	20	8	6
天津	21	29	24
内蒙古	22	9	21
重庆	23	19	17
海南	24	5	28
贵州	25	12	22
甘肃	27	15	27
辽宁	28	27	16
广西	29	17	19

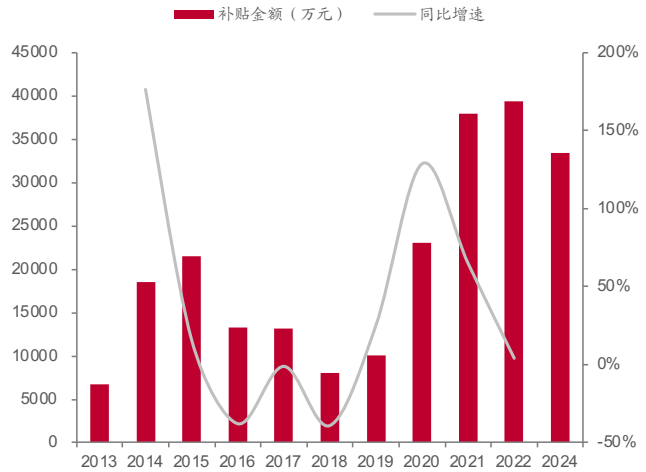
来源: preflight、国家统计局、中泰证券研究所

备注: 时刻增速使用的是 2016-2024 年夏秋航季数据, GDP 增速、规模使用的是 2016-2023 年数据, 新疆、云南本身地面交通相对落后, 吉林排名较高或是因为公司在吉林省内时刻总量小, 同比增速波动较大所致

新疆地区：补贴政策利好，时刻增速明显

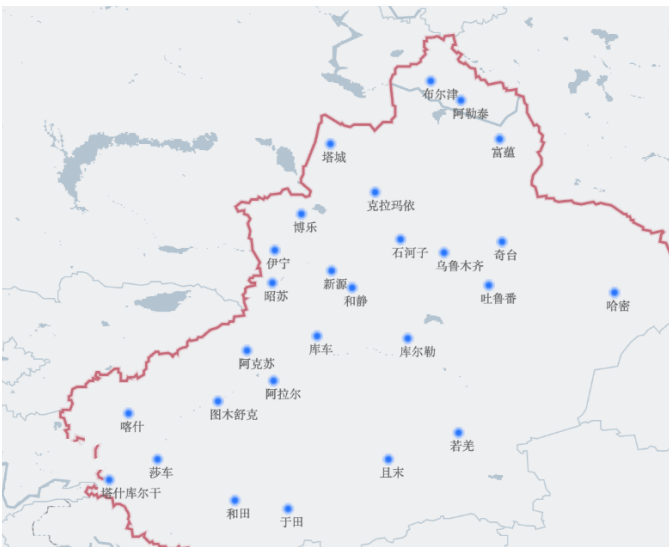
- 2013-2022 年，民航新疆局支出的补贴金额显著上升。从 2013 年的 6708 万元上升至 2022 年 3.94 亿元，2018-2022 年五年复合增速 24.49%。2023 年底，新疆自治区内机场数量为 25 个，机场数量众多，但省内高速铁路并不发达，为支线航空的发展提供了良好的基础。

图表 15：新疆局支出的补贴金额上升



来源：民航局、中泰证券研究所

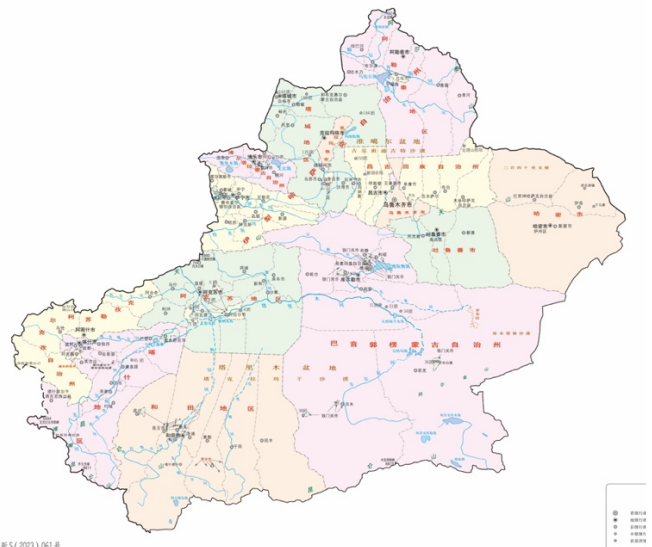
图表 16：新疆地区机场分布



来源：航班管家、中泰证券研究所

备注：图中和静巴音布鲁克机场、奇台江布拉克机场分别于 2024 年 7 月 19 日、7 月 26 日获得使用许可证，故不包含在历史数据中

图表 17：新疆维吾尔自治区地区行政区划

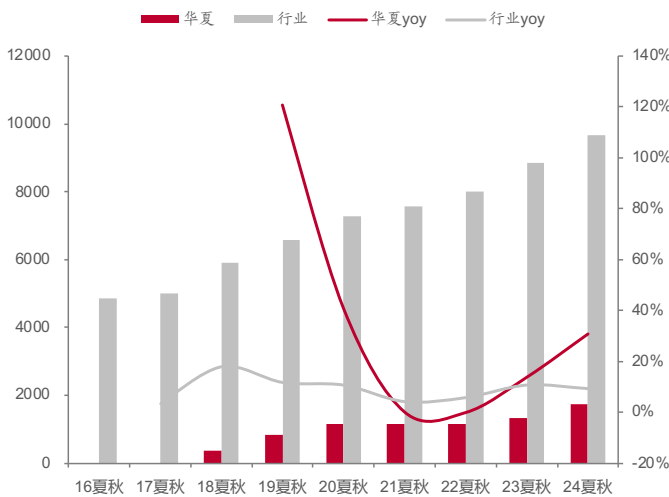


来源：新疆维吾尔自治区地理信息公共服务平台、中泰证券研究所

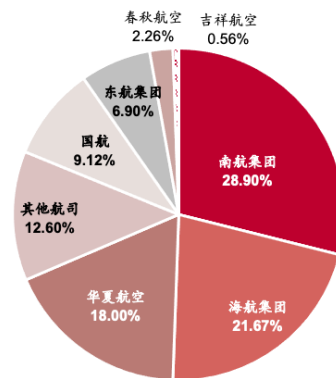
- 华夏航空 2018 年进军新疆市场，近年来新疆地区时刻增幅高于行业。2018 年夏秋航季，华夏航空在新疆地区的时刻总量为 374 个/周，至 2024 年夏秋航季上升至 1738 个/周，累计增幅 365%，而 2018 年夏秋航季至 2024 年夏秋航季，全行业新疆地区时刻累计增幅仅为 64%。2024 年夏秋航季华夏航空新疆地区时刻占比排名第三（18%），仅次于南航集团（29%）、海航集团（22%）。

图表 18: 新疆地区时刻增速高于行业 (除疫情期间)

图表 19: 2024 年夏秋新疆地区时刻占比 (按航司分)



来源: preflight、中泰证券研究所
备注: 个/周



来源: preflight、中泰证券研究所

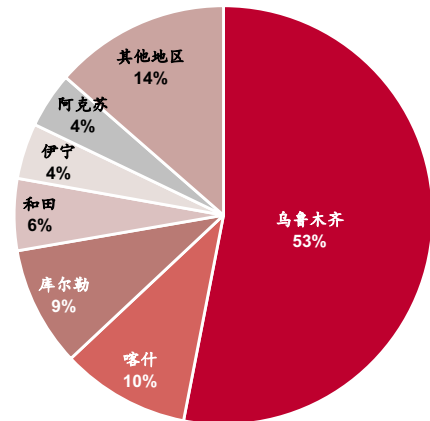
- 华夏航空在新疆主要坚持疆内环串飞的经营模式，主营干支、支支航线。华夏航空在新疆的发展模式与其他大型航司不同，以 2024 年夏秋航季为例，公司在新疆省内的干干航线占比仅有 8%，而三大航、海航、春秋的干干航线占比均超 60%，公司 34% 的新疆航线为支支航线，而其他主要航司的支支航线仅占其新疆省内航线总数的 0%-3%。

图表 20: 2024 年夏秋航季华夏航空涉新疆地区干支、支支航线占比高

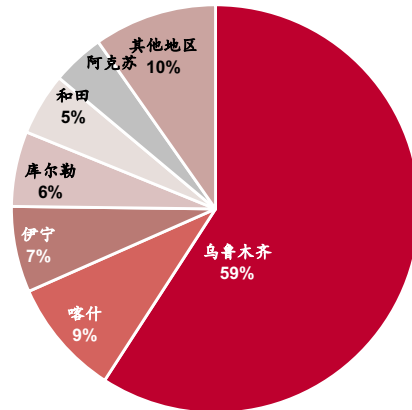
航线类型	华夏航空	南航集团	国航集团	东航集团	海航集团	春秋航空	吉祥航空
干线机场-干线机场	8%	73%	72%	60%	68%	63%	30%
支线机场-干线机场	58%	25%	27%	40%	29%	37%	70%
支线机场-支线机场	34%	3%	2%	0%	3%	0%	0%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

来源: preflight、中泰证券研究所

- 华夏航空在新疆的时刻主要枢纽集中在库尔勒、阿克苏、伊宁、喀什等地区，而海航集团和南航集团的时刻都主要集中在乌鲁木齐。2024 年夏秋航季，华夏航空在新疆的时刻主要集中在库尔勒 (13.69%)、阿克苏 (13.35%)、伊宁 (8.86%)、喀什 (8.06%)，而其他在新疆市场占据时刻份额较高的南航和海航，则大多把时刻资源集中在乌鲁木齐。经过六年深耕，2024 年夏秋航季，华夏航空的周计划时刻量在新疆的 24 个机场中，有 16 个机场的计划时刻份额均为第一。

图表 21: 2024 年夏秋航季海航集团新疆时刻占比明
细


来源: preflight、中泰证券研究所

 图表 22: 2024 年夏秋航季南航集团新疆时刻占比明
细


来源: preflight、中泰证券研究所

 图表 23: 2018-2024 年夏秋航季华夏航空新疆地区时刻占比明
细

	18 夏秋	19 夏秋	20 夏秋	21 夏秋	22 夏秋	23 夏秋	24 夏秋
库尔勒	33.69%	24.70%	18.90%	19.73%	19.21%	17.92%	13.69%
阿克苏	5.35%	6.78%	11.17%	10.98%	15.61%	18.07%	13.35%
伊宁	6.42%	3.39%	5.67%	2.40%	6.52%	7.83%	8.86%
喀什	0.00%	5.81%	5.50%	5.32%	5.49%	4.82%	8.06%
库车	1.60%	0.73%	9.62%	5.83%	5.83%	4.22%	7.94%
和田	3.74%	6.78%	6.01%	13.04%	10.98%	7.98%	7.71%
莎车	3.74%	3.15%	4.81%	4.80%	4.80%	4.22%	5.64%
伊犁	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.83%
阿拉尔	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.11%	4.83%
图木舒克	0.00%	3.39%	4.81%	4.80%	4.80%	5.42%	4.03%
克拉玛依	7.49%	13.56%	7.73%	4.29%	4.46%	6.33%	3.22%
哈密	3.21%	1.69%	2.06%	4.12%	1.89%	1.51%	2.88%
阿勒泰	3.21%	0.73%	2.23%	1.20%	3.60%	3.16%	2.76%
石河子	7.49%	1.94%	1.72%	3.09%	2.40%	4.82%	2.42%
且末	3.74%	4.12%	4.30%	4.12%	3.60%	3.16%	2.42%
博乐	3.74%	5.33%	3.44%	2.74%	2.92%	2.11%	2.42%
塔城	5.88%	3.63%	1.55%	1.72%	2.40%	3.16%	1.61%
若羌	3.74%	1.45%	2.41%	4.46%	4.12%	2.11%	1.61%
富蕴	0.00%	1.69%	0.69%	1.20%	0.00%	0.00%	0.81%
布尔津	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.81%
乌鲁木齐	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%
吐鲁番	5.88%	7.75%	4.98%	4.80%	1.37%	1.05%	0.00%
那拉提	1.07%	3.39%	2.41%	1.37%	0.00%	0.00%	0.00%

来源: preflight、中泰证券研究所

图表 24：2024 年夏秋航季华夏航空新疆地区国内计划时刻份额领先

机场	旅客吞吐量 (万人次)			时刻份额最高航司	最高航司份额	华夏排名	华夏份额
	2023	2019	2018				
乌鲁木齐	2509	2396	2303	南航	44%	靠后	0.05%
喀什	335	243	206	南航	29%	第三	16%
库尔勒	249	220	174	华夏	30%	第一	30%
伊宁	178	148	133	南航	29%	第二	24%
阿克苏	219	171	129	华夏	35%	第一	35%
和田/昆冈	153	160	122	南航	33%	第三	19%
于田/万方	19	未开通	未开通	华夏	54%	第一	54%
库车	58	42	32	华夏	42%	第一	42%
吐鲁番	25	34	19	海航	11%	/	/
克拉玛依	51	87	59	国航	27%	第二	24%
阿勒泰	51	50	40	华夏	24%	第一	24%
阿拉尔	30	未开通	未开通	华夏	48%	第一	48%
莎车	28	32	21	华夏	58%	第一	58%
哈密	35	28	40	华夏	30%	第一	30%
图木舒克	31	16	0.09	华夏	47%	第一	47%
博乐	29	30	17	华夏	31%	第一	31%
塔城	26	34	27	海航	28%	第三	22%
石河子	34	5	17	华夏	36%	第一	36%
伊犁	1	未开通	未开通	华夏	78%	第一	78%
若羌	10	13	4	华夏	45%	第一	45%
且末	6	14	7	华夏	84%	第一	84%
富蕴	4	7	3	华夏	30%	第一	30%
那拉提	5	11	8	海航	44%	/	/
布尔津	7	16	7	华夏	70%	第一	70%

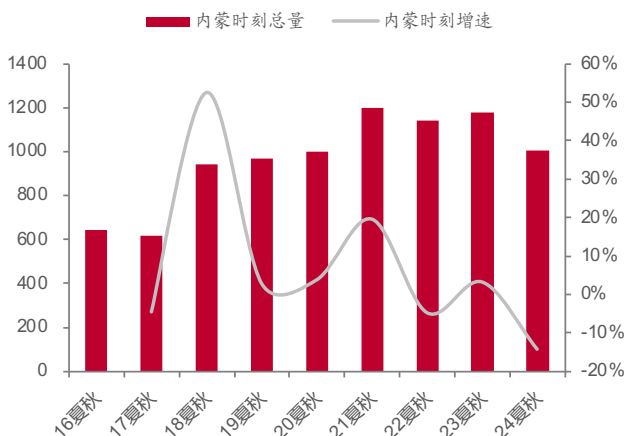
来源：preflight、民航局、中泰证券研究所

备注：此处的海航、南航均以集团形式呈现，喀什卡尔干红其拉甫机场 2024 年夏秋航季未有计划航班，故不在表格中列示

内蒙贵州：补贴回款较慢，时刻增速放缓

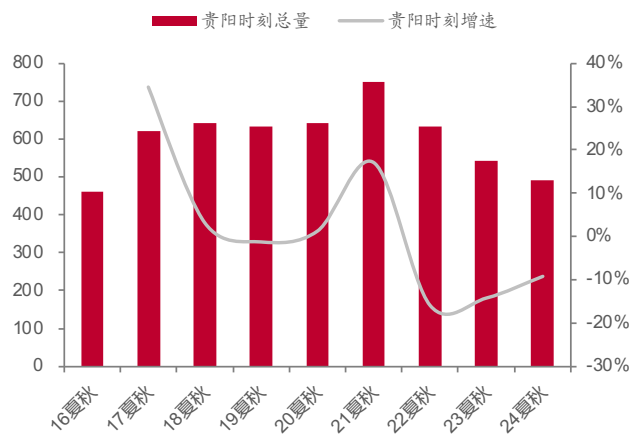
- 近年来公司内蒙和贵州时刻增速放缓。内蒙古方面，华夏航空 2024 年夏秋航季周计划时刻量 1007 个，与 2019 年夏秋航季的 966 个时刻量接近；贵州方面，华夏航空 2024 年夏秋航季周计划时刻量 492 个，2021-2024 年夏秋航季时刻量同比持续下降，目前公司贵州地区时刻量与 2016 年夏秋航季（462 个/周）接近。
- 内蒙、贵州地区时刻量的放缓或与补贴回款不及时有关。根据 2022 年公司给证监会的相关回函披露，公司长账龄应收账款的主要客户均集中在贵州（毕节、荔波、同仁、兴义）及内蒙古（霍林郭勒、阿尔山），而公司近年来在以上地区的计划时刻投入同样减少，阿尔山、霍林郭勒地区在 2024 年夏秋航季已经停飞。

图表 25：2024 年夏秋航季华夏内蒙古时刻量接近 2019 年夏秋航季



来源：preflight、中泰证券研究所
备注：个/周

图表 26：2024 年夏秋航季华夏贵州时刻量接近 2016 年夏秋航季



来源：preflight、中泰证券研究所
备注：个/周

图表 27：华夏航空长账龄应收账款主要客户 (万元)

序号	客户名称	1-2 年			2-3 年			金额合计	减值合计	减值比例合计
		金额	减值金额	减值比例	金额	减值金额	减值比例			
1	毕节飞雄机场有限责任公司	5198	520	10%	1265	379	30%	6462	899	14%
2	荔波县文化广电和旅游局	1725	173	10%	5097	1529	30%	6823	1702	25%
3	铜仁市人民政府	-	-	-	6278	1883	30%	6278	1883	30%
4	长治机场有限责任公司	1110	111	10%	-	-	-	1110	111	10%
5	阿尔山市人民政府	3745	374	10%	34	10	30%	3779	385	10%
6	黔西南州兴义民航有限责任公司	3210	321	10%	-	-	-	3210	321	10%
7	内蒙古霍林河民航机场有限公司	3907	391	10%	-	-	-	3907	391	10%
8	克拉玛依市交通运输局	1411	143	10%	-	-	-	1411	143	10%
	小计	20306	2032	10%	12674	3802	30%	32980	5834	

来源：公司公告、中泰证券研究所

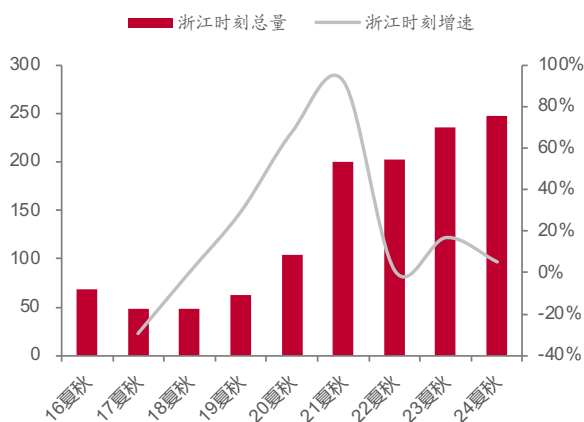
图表 28: 2016-2024 年夏秋公司长账龄客户所在地计划时刻变化 (个/周)

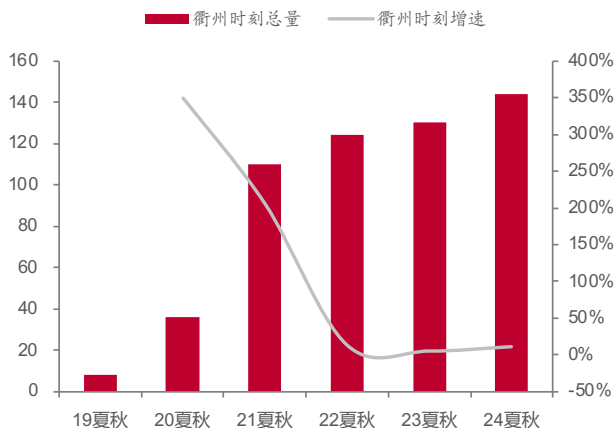
地区	16 夏秋	17 夏秋	18 夏秋	19 夏秋	20 夏秋	21 夏秋	22 夏秋	23 夏秋	24 夏秋
霍林郭勒			28	42	42	24	10	10	
阿尔山	20	32	36	32	28	28	28	28	
兴义	72	90	118	142	132	138	168	162	90
毕节	92	70	68	114	112	120	100	96	35
铜仁	14	112	82		8	56	20	22	28
荔波	12	20	72	70	70	42	37		5

来源: preflight、中泰证券研究所

衢州地区: 双重利好催化, 未来空间较大

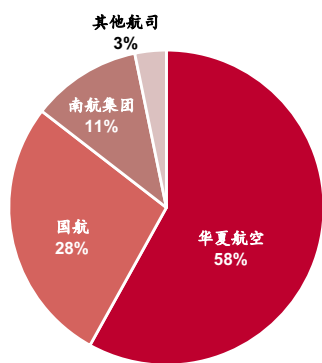
- 衢州市经济基础强, 但航网资源薄弱。**根据《中国支线城市航空通达性报告 2024》, 2018 年之前, 衢州虽处四省交界, 但其周边 150km 内并无干线机场, 临近的杭州也需要近 3 小时时间前往, 对本地民众出行需求、外来商务及旅游都形成了较大阻碍。2019 年, 衢州在完成国内生产总值 1574 亿元的情形下, 航空旅客吞吐量仅 40 万人。相较而言, 云南德宏、新疆库尔勒、贵州兴义, 以上三地 GDP 虽与衢州有较大差距, 但吞吐量却分别完成 212、220 和 138 万人。
- 政策支持下华夏航空衢州地区时刻投放加速。**2020 年 10 月, 华夏航空与衢州市政府签订合作项目协议。衢州市计划与华夏航空开展全方位、多层次、一揽子合作, 包括成立衢州航空公司、共建四省边际航空枢纽、建设国际飞行培训学校、落户华东区域总部、设立航空产业引导基金等。在政策支持下, 华夏航空在衢州的时刻量明显增加。2024 年夏秋航季, 公司在衢州的时刻市占率达行业第一, 计划时刻量为 144 个 (占衢州机场时刻总量的 58%), 较 2023 年夏秋航季增长 10.77%, 较 2019 年夏秋航季增长 1700%。

图表 29: 2016-2024 年夏秋航季华夏航空浙江地区时刻量增多

 来源: preflight、中泰证券研究所
 备注: 个/周

图表 30: 2019-2024 年夏秋航季华夏航空衢州时刻量增幅明显

 来源: preflight、中泰证券研究所
 备注: 个/周

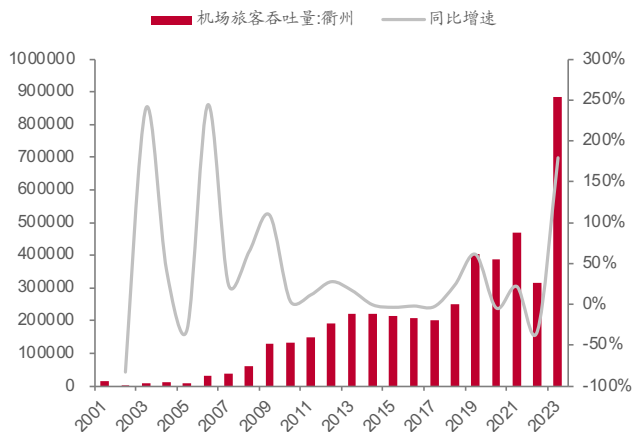
- **华夏航空入驻后衢州机场旅客吞吐量增速加快。**2020年10月衢州政府与华夏航空达成合作后，华夏航空在衢州机场的运力投放增长，2019-2023年，衢州至干线城市的航空通达性由17.2小时缩短至11.6小时，改善幅度达32.3%。衢州机场吞吐量由40万人增至88万人（已超设计流量），其中华夏航空贡献比例由15.3%最高升至69.3%。

图表 31: 2024 年夏秋航季华夏航空衢州机场时刻市占率第一



来源: preflight、中泰证券研究所

图表 32: 2023 年衢州机场旅客吞吐量创新高 (人次)



来源: Wind、中泰证券研究所

- **衢州地区航空需求未来可期。**除了发展衢州地区的航线网络，华夏航空在衢州着力打造同城服务，实现客源引流。2021-2023年，通程旅客吞吐量占衢州机场总吞吐量约为10%。借助华夏航空航线网络及通程产品模式，2022年至2023年，共承运52056名经衢州中转旅客，累计贡献104112人次吞吐量，其中隔夜中转旅客24193人次。未来随着衢州机场扩改建项目的启动及落成，衢州地区航空需求发展可期。

安全生产：完善内控制度，细化风险管控

完善安全生产内控制度

- 2021 年公司连续发生两起飞行风险事件，引发市场对于公司飞行安全性的担忧。2021 年 7 月 5 日，公司一架飞机在延安机场起飞滑跑时刮碰跑道偏灯，2021 年 8 月 29 日，公司一架飞机在阿克苏机场着陆时在跑道尽头左侧低速偏出跑道，以上两起事件引发了市场对于公司飞行安全的担忧。

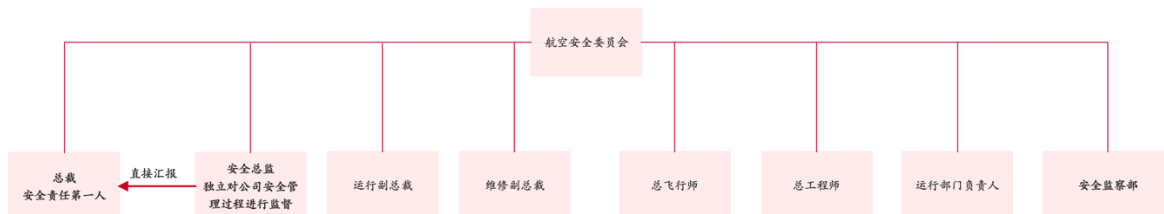
图表 33：2021 年两起安全事件后公司股价大幅下跌



来源：Wind、中泰证券研究所

- 公司通过建立安全管理组织机构、制定安全生产管理制度来避免重大安全生产隐患。公司建立了由总裁、安全总监、运行副总裁、维修副总裁、总飞行师、总工程师和运行部门负责人等人组成的航空安全委员会，该委员会负责研究制定公司的航空安全战略计划，研究批准公司保障安全的方针、政策、制度和标准，掌握公司及各部门安全状况，定期进行安全检查和讲评，分析安全形势，提出安全措施，负责批准公司重大风险控制措施，研究提出风险管理战略，研究并讨论公司有关航空安全的重大事项。此外，公司还设有安全质量检查部对安全管理体系各要素的运行情况进行检查和改进。

图表 34：华夏航空航空安全委员会组织架构



来源：公司公告、中泰证券研究所

安全运营措施更加细化

- 2021年后公司安全运营措施细化。**从2020年-2023年年报披露情况看，公司通过构建三级自查机制、引入信息系统、创新运行功能等措施，显著提升了安全管理水平，同时加大了安全管理资源投入，完善了安全管理体系，强化了飞行员技能培训和作风建设。此外，公司还推动了智慧民航建设，利用科技手段提升安全管理效率，确保航空运输的平稳运行。

图表 35：2020-2023 年华夏航空安全运营措施更加具象化

年份	具体表述
2020 年年报	公司坚持“安全是最大的效益”，加强对飞行、维修、运控等关键环节和关键岗位的管理，保证安全状态平稳可控。公司建立了“公司-部门-班组”三级法定自查机制， 全面覆盖公司 17 个自查部门、5 个运行基地 。公司创新运行系统功能，对接“风控系统”、“飞行准备网”等信息系统予以控制落实，实现岗位差异化告警、多场景风险禁令、信息精准推送等功能，实现风险管控与运行管理深度对接。公司实现航空运输安全运行，未发生责任原因事故征候及以上等级的不安全事件。
2021 年年报	公司以安全管理为核心，调整组织架构，加大安全管理资源投入；以新《安全生产法》修订为契机，完善公司安全管理体系，落实全员安全生产责任制；严格落实整改要求，持续加强主体责任和细化追责体系。 能力提升方面 ，公司完善模拟机复训科目和检查内容，提升飞行员复杂环境的应对能力；针对特殊天气及复杂运行环境，优化处理预案和技术操作规范；加强飞行队伍管理，提高晋级标准，严格资质管理。 风险管理方面 ，建立三级风险管理机制和双重预防机制，对风险做到早发现、早研判、早预警、早处置；参照《民航安全隐患排查治理长效机制建设指南》，进一步完善风险分级管控和安全隐患治理要求， 组织开展双重预防机制专项培训 4 次 ，发挥双重预防机制在安全管理工作中的重要作用。 风险排查方面 ， 共开展 14 次应急演练 ，制定了一系列改进措施，并对相关制度进行完善；持续推动运行风险评估，对相关事件开展系统风险评估，识别风险源，制定风险控制措施；制定机场风险评估要素清单，对机场运行环境逐一开展风险评估，识别风险点，修订机场运行相关指南； 全年累计开展检查 7906 次，提升自查自纠效能 。 作风建设方面 ，公司发布《安全专项教育培训方案》，加强安全教育培训，狠抓安全文化建设；完善员工安全报告制度，加强全员安全生产的主动性和自觉性；加强舱音监察，及时纠正问题；建设飞行员技术画像系统，加强飞行技术管理。
2022 年年报	公司持续压实安全生产责任，贯彻落实上级安全工作部署，严格执行各项规章要求，深入推动“三基”建设，进一步提高安全运行水平。 作风建设方面 ，公司 A320 机型舱音监听系统完成上线运行，并配套管理机制，让作风监督自动化、数据化，优化作风考核指标，严格运行作风量化考核；对未按 SOP 执行、准备不充分等作风问题早发现、早纠正， 问题段次率降低 66.1%，SOP 执行率提升 36% 。 飞行员管理方面 ，公司持续完善飞行员画像系统，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。 运行管理方面 ， 公司累计完成 119 个机场画像构建 ，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。 风险管理方面 ，公司完善三级风险二级评估机制，改进核心风险预警模型， 建立高关联危险源 95 项，预警敏感度提升 4 倍；对 14 种典型不安全事件涉及的机组因素、机场环境因素、天气因素进行分析 ，建立叠加风险算法模型，持续提升高危事件管控能力。
2023 年年报	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监听，并配套管理机制， 针对飞行全过程分机型建立了 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。 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。

来源：公司年报、中泰证券研究所

- 强力管控下公司 2023 年全国“平安民航”考评结果居西南地区第一。**“平安民航”建设是民航局贯彻落实总书记关于平安中国建设系列重要批示精神的重大部署。民航局通过组织机构、安保管理体系建设、空中协同处置机制建设、安保队伍专业化建设、内部人员管控机制建设、安全保障机制等对公共航空运输企业进行考评，华夏航空在 2022、2023 年分别位列西南地区公共航空运输企业第二（共 20 家参评企业）、第一名（共 19 家参评企业）。

图表 36: 2022-2023 年“平安民航”西南地区公共航空运输企业考核情况

排名	2022 年	符合率%+加分项	2023 年	符合率%+加分项
1	西部航空	100%+23	华夏航空	100%+27
2	华夏航空	100%+20	西部航空	100%+23
3	多彩贵州	100%+20	川航云南	100%+21
4	国航重庆	100%+15	多才航空	100%+21
5	南航贵州	100%+3	国航西南	100%+20
6	重庆航空	100%+3	东航云南	100%+20

来源：民航局、中泰证券研究所

估值及投资建议

- 公司是我国唯一一家规模化的独立支线民营航空，经历二十余年的发展，公司机队数量及时刻份额已初具规模效应，结合支线市场特性，公司已成功发展出以新疆、内蒙为代表的环串飞西部模式和以衢州、芜湖为代表的轻资产东部模式，在支线航空市场中具有较强优势：
 - 公司能充分紧跟补贴政策趋势，航线网络发展向新疆、西南、华北等民航局补贴倾斜的地区发展；
 - 对于内蒙、贵州等回款较慢地区，公司灵活调整运力，减少向相应排班，以降低回款难的风险；
 - 对于衢州为代表的经济发展基础较强的地区，公司能与当地政府展开良好合作，充分挖掘市场需求。
- 从公司层面看，随着今明两年公司飞机利用率的逐步恢复以及可用座公里的持续增长，公司单位ASK成本将持续摊薄，由于单位ASK收入相对稳定，短期内业绩有望反弹。从行业层面看，随着国际航线进一步恢复，国内供需格局持续改善，将间接利好公司经营恢复，预计公司盈利弹性将逐步释放。预计公司2024-2026年的归母净利润为4.06/9.52/11.24亿元，同比增速分别为142%/134%/18%，上调至“买入”评级。

图表 37：可比公司估值表

代码	公司	2024/7/29		每股收益						P/E			
		股价	P/B	22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E
603885.SH	吉祥航空	10.80	2.9344	-1.87	0.34	0.83	1.41	1.53	/	13.59	13.00	7.66	7.06
601021.SH	春秋航空	53.65	3.1737	-3.10	2.31	3.44	4.35	4.63	/	21.76	15.62	12.35	11.59
002928.SZ	华夏航空	5.74	2.3575	-1.54	-0.75	0.32	0.75	0.88	/	/	18.05	7.70	6.53

来源：Wind、中泰证券研究所

风险提示

- **宏观经济下行风险。**航空业的发展与宏观经济的发展密切相关，若宏观经济出现下行，造成航空需求减弱，或将对公司经营产生不利影响。
- **汇率波动风险。**公司有较多外币负债且多以美元负债为主，若人民币汇率走弱，可能会使公司产生较大金额的汇兑损益，从而影响当期利润。
- **油价上涨风险。**航油成本是航空公司的大项成本之一，油价大幅上升将增加航司的燃油成本，进而影响经营业绩。
- **补贴下降风险。**公司有较高的政府补贴，若相关部门对支线航空的扶持政策改变，或造成支线航空补贴下滑，进而影响公司补贴收入。
- **研报使用信息数据更新不及时风险。**研究报告使用的公开资料可能存在信息数据滞后或更新不及时的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,920	3,116	2,729	2,900	营业收入	5,151	7,790	9,095	9,667
应收票据	4	0	0	0	营业成本	5,513	7,180	7,858	8,148
应收账款	895	1,817	2,162	2,417	税金及附加	16	25	34	37
预付账款	188	245	268	278	销售费用	239	273	282	309
存货	194	258	283	308	管理费用	267	288	323	329
合同资产	0	0	0	0	研发费用	23	23	27	29
其他流动资产	875	1,436	1,676	1,782	财务费用	593	569	621	637
流动资产合计	4,076	6,872	7,118	7,685	信用减值损失	-92	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-13	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	3,012	2,987	2,964	2,942	投资收益	1	0	0	0
在建工程	944	1,247	1,550	1,853	其他收益	528	1,033	1,137	1,193
无形资产	178	166	156	146	营业利润	-1,078	464	1,087	1,371
其他非流动资产	9,967	9,896	9,836	9,795	营业外收入	6	0	0	0
非流动资产合计	14,103	14,298	14,507	14,739	营业外支出	28	0	0	0
资产合计	18,179	21,170	21,625	22,424	利润总额	-1,100	464	1,087	1,371
短期借款	2,077	4,173	3,274	2,907	所得税	-135	58	135	247
应付票据	16	21	14	18	净利润	-965	406	952	1,124
应付账款	554	722	864	652	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	-965	406	952	1,124
合同负债	66	140	164	174	NOPLAT	-445	905	1,496	1,647
其他应付款	389	389	389	389	EPS (按最新股本摊薄)	-0.75	0.32	0.75	0.88
一年内到期的非流动负债	2,568	2,568	2,568	2,568					
其他流动负债	81	83	86	86	主要财务比率				
流动负债合计	5,752	8,097	7,359	6,794	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	1,783	2,023	2,263	2,503	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	94.9%	51.2%	16.8%	6.3%
其他非流动负债	7,556	7,556	7,556	7,556	EBIT增长率	-66.3%	303.5%	65.2%	17.6%
非流动负债合计	9,340	9,579	9,819	10,059	归母公司净利润增长率	-51.1%	142.1%	134.3%	18.1%
负债合计	15,092	17,676	17,178	16,853	获利能力				
归属母公司所有者权益	3,088	3,494	4,446	5,571	毛利率	-7.0%	7.8%	13.6%	15.7%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	-18.7%	5.2%	10.5%	11.6%
所有者权益合计	3,088	3,494	4,446	5,571	ROE	-31.3%	11.6%	21.4%	20.2%
负债和股东权益	18,179	21,170	21,625	22,424	ROIC	-6.0%	9.6%	15.4%	16.6%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	83.0%	83.5%	79.4%	75.2%
					债务权益比	452.9%	467.1%	352.2%	278.9%
					流动比率	0.7	0.8	1.0	1.1
					速动比率	0.7	0.8	0.9	1.1
					营运能力				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
经营活动现金流	1,322	42	1,504	1,554	应收账款周转天数	61	63	79	85
现金收益	-86	1,395	1,974	2,148	应付账款周转天数	36	32	36	33
存货影响	-21	-65	-24	-25	存货周转天数	12	11	12	13
经营性应收影响	-75	-975	-368	-265	每股指标 (元)				
经营性应付影响	99	172	136	-208	每股收益	-0.75	0.32	0.75	0.88
其他影响	1,405	-485	-214	-95	每股经营现金流	1.03	0.03	1.18	1.22
投资活动现金流	-541	-614	-611	-619	每股净资产	2.42	2.73	3.48	4.36
资本支出	-379	-685	-671	-659	估值比率				
股权投资	-2	0	0	0	P/E	-8	18	8	7
其他长期资产变化	-160	71	60	40	P/B	2	2	2	1
融资活动现金流	-736	1,767	-1,280	-764	EV/EBITDA	-704	107	74	65
借款增加	1,153	2,336	-659	-127					
股利及利息支付	-204	-606	-644	-633					
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-1,685	37	23	-4					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。