

非金融公司 | 公司深度 | 海航控股 (600221)

第四大航价值重塑



| 报告要点

公司是国内第四大航空集团，原股东债务危机发酵导致公司于 2021 年破产重整并成功引入战略投资人。在新股东经营管理下，2023 年公司生产经营明显改善、在大航司中率先扭亏；当前处于公司困境反转的起点，新旧交替下，公司有待市场重定价。作为最大的民营航司，公司兼具资源优势与民营活力，继承海航的品牌价值，方大集团又赋予其精细化管理文化。长期看，新海航将更聚焦于航空业做强、有望实现价值重塑。

| 分析师及联系人



李蔚

SAC: S0590522120002



曾智星

海航控股(600221)

第四大航价值重塑

行业： 交通运输/航空机场
 投资评级： 买入（首次）
 当前价格： 1.18 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 43,216/33,242
 流通A股市值(百万元) 38,789.76
 每股净资产(元) 0.03
 资产负债率(%) 99.38
 一年内最高/最低(元) 1.53/1.00

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

➤ 第四大航空集团，资源禀赋先发壁垒

公司是国内第四大航空集团，2024年夏航季时刻份额8.1%；全国前20大机场时刻份额8.6%，其中9个机场份额前三，具有稀缺资源先发壁垒。截至2024年8月，公司机队规模345架，占行业机队约8.0%，其中宽体机占比20.6%、远高于其他航司。公司所处海航航空集团在客运、货运、通用航空、维修、航校等航空产业链有丰富的布局，公司与集团内非上市公司间资源共享、业务上下游紧密合作，具有强大的协同效应。

➤ 经营效率扬长补短，产能利用超2019年

2020年以前，公司客座率高、飞机利用率偏低、票价低于“三大航”；2023年以来公司扬长补短，经营效率与收入质量明显提升。2024年1-8月，公司旅客量4624.6万，同比+12.78%，市场份额9.4%，高于时刻与机队份额；8月客座率达87.9%，超过2019年同期，高出行业平均1pcts、位列上市航司第3；2023年飞机日利用8.5小时，7年来首次高于行业平均；2024年上半年进一步提升至9.08小时；2024H1，公司单位客收达0.55元/人公里，比2019年上涨11%，接近三大航水平。

➤ 重整易主再启航，新旧交替重定价

公司成立至2017年高速扩张、以杠杆换取资源，2017年底暴露流动性危机，2021年破产重整、控股权移交战投人辽宁方大集团。在新股东注重经营效率的企业文化下，历史原因积累的业务布局，随着流动性风险解除，既在航空出行持续增长的行业周期下受益，也有望发挥出区别于其他航司的弹性：公司有显著高于同行的经营租赁机队占比、对应高汇兑弹性；投资多个产业链公司，随着航空业整体向好，投资收益增长有望增厚利润；区位优势公司有望受益于海南自贸港发展红利。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业总收入分别为674.9/785.5/889.4亿元，同比增速分别为+15.09%/+16.38%/+13.22%。归母净利润分别为11.1/33.5/48.1亿元，同比增速分别为+255.5%/+203.4%/+43.55%，3年CAGR为149%。EPS分别为0.03/0.08/0.11元。鉴于公司当前处于行业与自身困境反转的初期，未来基本面修复确定性较强，公司在航空业先发优势突出，有望受益于航空客流的强劲增长、带动利润增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：航空出行不及预期，航油价格上涨，人民币汇率波动，债务扩大。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22864	58641	67492	78548	88935
增长率(%)	-32.76%	156.48%	15.09%	16.38%	13.22%
EBITDA(百万元)	-11193	9117	10352	14550	17261
归母净利润(百万元)	-20247	311	1105	3353	4814
增长率(%)	-528.88%	101.54%	255.54%	203.40%	43.55%
EPS(元/股)	-0.47	0.01	0.03	0.08	0.11
市盈率(P/E)	-2.5	164.0	46.1	15.2	10.6
市净率(P/B)	43.8	22.1	14.9	7.5	4.4
EV/EBITDA	-14.0	14.9	11.6	7.7	6.0

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年09月27日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司是国内第四大航空集团，原股东债务危机发酵导致公司于 2021 年破产重整并成功引入战略投资人。在新股东经营管理下，2023 年公司生产经营明显改善、在大航司中率先扭亏；当前处于公司困境反转的起点，新旧交替下，公司有待市场重定价。作为最大的民营航司，公司兼具资源优势与民营活力，继承海航的品牌价值，方大集团又赋予其精细化管理文化。长期看，新海航将更聚焦于航空业做强、实现价值重塑。

核心假设

- 1-8 月公司 RPK 为 832 亿人公里，同比增速 19.01%，按该增速在 2023 年基数上推算 2024 年 PRK 为 1216.5 亿人公里；2024H1/2023/2023H1 客运收入/RPK 分别为 0.49/0.52/0.51 元/人公里，由于航空季节性特征，参考去年 H1 较全年变动，假定 2024 年客运收入/RPK 为 0.50 元/人公里。由于今年国际航线逐步恢复，预计 25-26 年总体 RPK 增速回归平稳，分别假定为 14%、9%，客单价稳步上行，分别 0.52/0.54 元/人公里。
- 给予油价、汇率中性假设，即与当前实际趋势较为接近。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业总收入分别为 674.9/785.5/889.4 亿元，同比增速分别为 +15.09%/+16.38%/+13.22%。归母净利润分别为 11.1/33.5/48.1 亿元，同比增速分别为 +255.5%/+203.4%/+43.55%，3 年 CAGR 为 149%。EPS 分别为 0.03/0.08/0.11 元。鉴于公司当前处于行业与自身困境反转的初期，未来基本面修复确定性较强，公司在航空业先发优势突出，有望受益于航空客流的强劲增长、带动利润增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期看，随着各项经营指标逐步超过行业平均水平，公司有望受益于航空景气周期、基本面实现大幅改善。
- 长期看，历史风险出清、新海航管理有序，有望加快公司资源禀赋转为商业优势，历史盈利上限有望突破；同时，公司作为海航航空集团的上市子公司，集团内协同效应也将提升公司竞争优势。

正文目录

1. 海航控股：从激进扩张到涅槃新生	6
1.1 扩张双刃剑：杠杆换资源	6
1.2 新海航启航：重整迎新生	7
2. 第四大航空集团的 α	10
2.1 航空资源：第四大航的先发壁垒	10
2.2 运营能力：民营活力锻造五星品牌	14
2.3 背靠海南：基于自贸港的超级承运人	19
3. 新旧交替后的定价	21
3.1 核心资产：机队的差异化	21
3.2 资产与负债的长期平衡	25
4. 盈利预测、估值与投资建议	28
4.1 盈利预测	28
4.2 估值与投资建议	29
5. 风险提示	30

图表目录

图表 1: 海航航空板块扩张简要历程	6
图表 2: 2010-2019 四大航空集团 RPK 份额变化	7
图表 3: 121 部客运牌照按实际控制人分布 (个)	7
图表 4: 海航集团破产重整时间线	8
图表 5: 截至 2023 年末, 公司股权结构 (股权比例单位: %)	9
图表 6: 海航控股重整计划债务解决方案	9
图表 7: 海航航空集团产业资源	11
图表 8: 海航控股子公司及关联方情况	12
图表 9: 2024 夏航季, 各航司在不同市场时刻份额对比	13
图表 10: 海航系上市&非上市航司基地一览	13
图表 11: 公司在主要机场时刻份额及与三大航对比	13
图表 12: 2019 年 11 月以来, 海航控股旅客量市场份额变化	15
图表 13: 2015 年以来各上市航司客座率 (%) 对比	15
图表 14: 2015 年以来, 上市航司飞机日利用率 (小时) 对比	16
图表 15: 2015 年以来, 上市航司单位客公里收入对比 (元/人公里)	17
图表 16: 2024 年, 公司第 13 次获评“SKYTRAX 五星航空”	18
图表 17: 辽宁方大集团发展历程	19
图表 18: 公司管理/销售费用率变动情况	19
图表 19: 2023/2024H1 上市航司管理/销售费用率对比	19
图表 20: 自贸港利好政策梳理	20
图表 21: 部分航司适用所得税率对比	21
图表 22: 2024H1 公司机队详情	22
图表 23: 2024H1 上市航司机队规模&机龄对比	22
图表 24: 公司与行业机队扩张速度对比	23
图表 25: 2022-2023 上市航司购机预付款 (亿元)	23
图表 26: 2023 年公司各类机型运营表现	23
图表 27: 2020 年末至 2024 年 7 月公司各机型净变动 (架)	23
图表 28: 2023 年末上市航司单机折旧费用	24

图表 29:	2023 年末上市航司经营租赁占比&折旧占营收比	24
图表 30:	2023 年末上市航司美元负债&汇率敏感性	24
图表 31:	2023 年末上市航司单机油耗&宽体机占比	25
图表 32:	2023 年末上市航司用油效率对比	25
图表 33:	2023 年上市航司飞机平均账面资产的营收能力与成本对比	25
图表 34:	2024H1 公司部分资产类科目占资产比与同行对比	26
图表 35:	截至 2024H1, 公司其他非流动金融资产&其他应收款科目明细	27
图表 36:	2024H1 公司主要负债科目占负债比及与同行对比	28
图表 37:	公司业务情况测算	29
图表 38:	可比公司情况	29

1. 海航控股：从激进扩张到涅槃新生

海南航空控股股份有限公司（以下简称“海航控股”或“公司”）是民航市场化改革后成立的第一批航空公司之一，经历多个行业周期、发展成为全国第四大航空公司，也是最大的民营航空公司。随着海航集团破产重整，公司于2021年易主，2023年在大航司中率先扭亏，新海航价值重塑可期。

1.1 扩张双刃剑：杠杆换资源

公司于1989年成立于海南省，1993年正式运营至今超过30年。公司1995年引入美国航空做股东，成为首家中外合资航司，1997年率先在B股上市，成为国内首家上市航司，1999年公司在A股上市。公司发展壮大并孕育了海航集团，海航集团借助高杠杆激进并购，加速扩张；在包括公司在内的航空业务板块，海航集团曾经：**(1) 大量收购、参股境内外航空公司；(2) 与地方政府合资成立航空公司；(3) 围绕航空产业链，收购包括机场、飞机维修、航空服务、地面服务等在内的业务。**

图表1：海航航空板块扩张简要历程

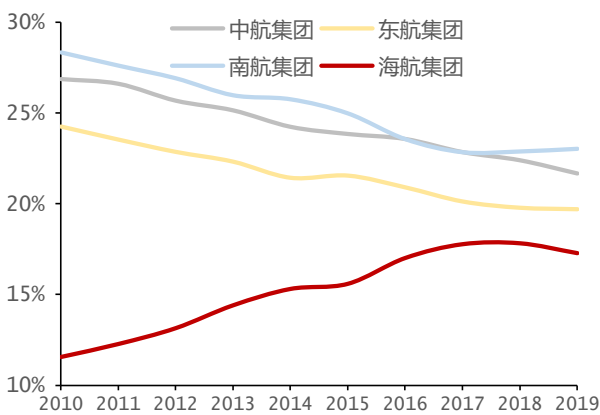
时间	事件
1989	海南航空成立
1993	正式开航运营
1995	引入美国航空持股25%，成为首家中外合资航司
1997	B股上市
1999	A股上市
2000-2001	民航业大重组背景下，收购长安航空、新华航空、山西航空
2002	成立扬子江快运（金鹏航空前身），全国第二家货运航司
2002	集团重组美兰空港并在港交所上市，代管三亚凤凰机场
2004	成立祥鹏航空
2004	开通第一条洲际航线
2006	收购中富航空（香港航空前身），收购港联航空（香港快运前身，2019年被国泰航空收购）
2007	成立大新华航空、大新华快运（天津航空前身）、西部航空
2010	成立首都航空
2010	收购土耳其飞机维修公司 MyTechnic 和货运航司 MyCargo
2012	收购法国蓝鹰航空，成立加纳 AWA 航空
2013-2015	成立乌鲁木齐航空、福州航空、北部湾航空、桂林航空
2015	收购巴西蔚蓝航空（2018年被卖出），收购瑞士地服公司 Swissport 和航食公司 Gategroup（分别于2020/2019被卖出）
2016	成立天津货运航空

2017 公司更名为海航控股

资料来源：人民日报、光明日报、新浪财经等，国联证券研究所整理

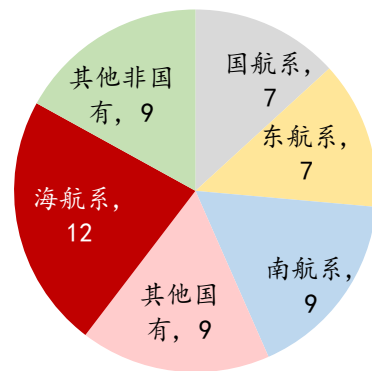
资源快速获取、市场份额提升。2010-2019 年，海航集团客运量市占率从 11.6% 提升至 17.3%（2017-2018 年达 17.8%），而同期三大航合计市占率从 79.5% 降至 64.4%；截至 2023 年末，53 家客运航司牌照中，国航/东航/南航分别有 7/7/9 家，海航系达 12 家。从地方性航司发展成为全国性承运人，海航快速积累了资源和市场，“海航速度”在一个高壁垒行业确实是少见的，但在彼时同样埋下了流动性隐患。

图表 2：2010-2019 四大航空集团 RPK 份额变化



资料来源：民航局、Wind，国联证券研究所

图表 3：121 部客运牌照按实际控制人分布 (个)



资料来源：民航局，国联证券研究所

1.2 新海航启航：重整迎新生

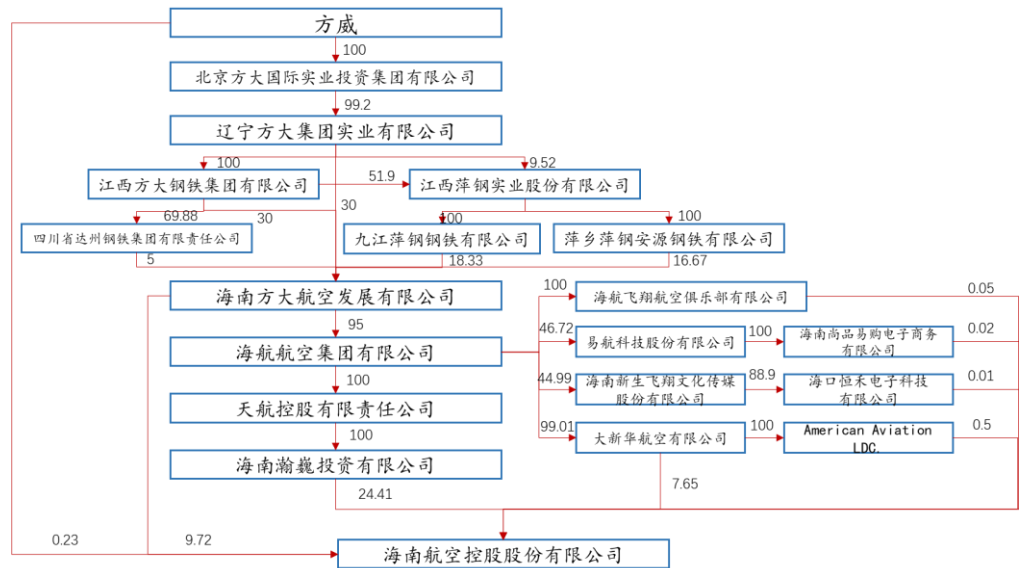
集团破产重整，航空业务整体卖出。2017 年底，海航集团暴露流动性危机并持续发酵；新冠疫情冲击下，集团财务状况恶化、严重资不抵债，并于 2021 年进入破产重整程序。海航集团拆分成四个独立的板块实施重整计划，其中包含海航控股在内的航空集团作为一个整体资产招募战略投资人，2021 年底顺利完成重整。自此，公司原股东海航集团的风险逐步出清，战略投资人辽宁方大集团成为公司间接控股股东。

图表4：海航集团破产重整时间线

时间	进展
2017年底起	海航集团出现流动性危机，企业自救失败后，转化为严重的债务危机
2020年2月29日	海南省海航集团联合工作组成立，推进海航集团风险处置工作
2020年底	新冠疫情叠加冲击下，海航集团财务状况恶化、严重资不抵债
2021年2月10日	海南高院受理海航集团破产重整
2021年10月31日	海南高院裁定批准重整计划（包括3家上市公司重整及321家公司合并重整四个计划）
2021年12月8日	航空主业控制权移交战投辽宁方大集团实业有限公司
2021年12月24日	机场板块控制权移交战投海南省发展控股公司
2021年12月31日	海航控股、海航基础、供销大集三个上市公司重整计划执行完毕
2022年4月24日	风险处置相关工作顺利完成，4个相关重整计划全部执行完毕

资料来源：“海航集团”微信公众号，国联证券研究所

重整后，方威成为公司实际控制人。战略投资人辽宁方大集团实业有限公司（“辽宁方大集团”）的控股子公司海南方大航空发展有限公司（“方大航空”）取得公司原间接控股股东海航航空集团有限公司95%股权。2021年12月7日，方大航空认购公司资本公积金转增的部分股票后，合计持有上市公司股份比例为24.95%。2022年12月16日，方大航空子公司海南瀚巍投资通过认购公司非公开发行股份，间接持有公司24.41%股份；由此，方大航空通过海航航空集团控制的海南瀚巍投资、大新华航空及大新华航空子公司 American Aviation LDC. 等公司合计持有公司股权比例增加至42.36%。**截至2023年末，海南瀚巍投资是公司的控股股东，方威是公司的实际控制人，方威及其一致行动人合计持有公司42.59%股份。**

图表5：截至 2023 年末，公司股权结构（股权比例单位：%）


资料来源：公司公告，国联证券研究所

债务化解方案。根据公司 2021 年年报，共计 1452 亿元债务将通过执行重整计划清偿，其中：（1）现金一次性清偿 19 亿元；（2）通过海航集团、海航航空集团等关联方代偿 607 亿元，同时债务抵消 9 亿元；（3）债转股清偿 318 亿元，同时股东权益增加 197 亿元、确认债转股收益 121 亿元；（4）留债展期清偿，留债按新的利率与期限重新定价后公司长期借款减少 47 亿元，长期借款余额为 452 亿元；以上清偿安排致公司负债共减少 953 亿元、增加所有者权益 197 亿元。

图表6：海航控股重整计划债务解决方案

债权类型	重整计划列示金额（亿元）	偿还方式
职工债权	1.84	现金即期全额清偿
税款债权	2.59	
部分普通债权	770.04	
剩余普通债权		（1）35.61%债权由海航控股股票抵债（3.18 元/股）；（2）64.38%债权转由关联方海航集团、航空集团清偿
有财产担保债权	601.76	十一家公司留债展期清偿
救助贷款		十一家公司留债展期清偿
预计确认债权	238.5	根据预估分类预留偿债资源
共益债务、未申报债权等	340	共益债务根据合同随时清偿

资料来源：《海航控股及其十家子公司重整计划》，国联证券研究所

对上市公司影响分析：(1) 公司小股东分散化。根据重整计划预留的偿债资源，海航控股约有 120.37 亿股用于清偿债务，占当前全部股本（432.16 亿）的 27.9%，占全部 A 股流通股（328.73 亿）的 36.61%；公司其他股份为 B 股流通股（3.69 亿）和控股股东持有的限售股。(2) 债务条款重新确定，流动性压力减轻。根据重整计划安排，留债期限 10 年，按原融资利率与 2.89%孰低者确定，以 2022 年为第一年，每年还本比例为 0%/2%/4%/4%/10%/10%/15%/15%/20%/20%。截至 2024H1，公司长期借款和租赁负债合计 905 亿，占负债 65.8%。

2. 第四大航空集团的 α

2.1 航空资源：第四大航的先发壁垒

2.1.1 集团体系资源丰富

集团层面：产业链布局全面，有望发挥协同效应：(1) 航空主业方面，有 16 家客运航空公司（2 家境外）、4 家货运航司（2 家境外）；(2) 通用航空公司 4 家。(3) 多家航空维修公司和航校，并在其他上下游衍生业务有丰富布局。其中，金鹿公务是亚洲最大、国内首家公务机运营商，是公务机行业标杆；海航航校是国内第二大航空培训机构、天羽飞训是亚洲规模最大的飞行训练机构；飞机维修业务形成了海航技术+SRT（瑞士）+MYT（土耳其）的全球航空维修业务网，2023 年海航技术收入 43.6 亿，居行业前列。集团丰富的资源积淀和业务布局，为上市公司充分赋能。

图表7：海航航空集团产业资源



资料来源：“海南航空全球战投招募”，国联证券研究所（注：该图为2021年海航集团对外招募战投时情况）

上市公司层面：与集团内公司业务合作紧密。上市公司并表范围包括：7家航空子公司、2家维修子公司和8家其他子公司。此外，公司已购买了大新华航空运营航线的未来全部收入所形成的信托收益权。公司与集团非上市公司在包括不限于机组合作、人员培训、飞机维修及地面保障等与主业密切相关的领域合作紧密，根据公司2024半年报，2024年上半年日常生产性关联交易42.6亿元。为解决同业竞争，公司控股股东承诺在相关资产具备条件时，将注入上市公司。

图表8：海航控股子公司及关联方情况

	子公司	联营企业	受同一控制的关联方	其他关联方	
航空运输	新华航空 祥鹏航空 乌鲁木齐航空 北部湾航空	山西航空 长安航空 福州航空	金鹏航空 天津航空 西部航空	首都航空 大新华航空 天津货航 海航货运 首航直升机 上海金鹿公务 飞翔俱乐部	香港航空 桂林航空
维修、航校	海航技术 吉耐斯	海南海航汉莎	SRT (瑞士) 海航航校 澳洲航校	天羽飞训	
航空服务	金鹿销售		新生飞翔 海航航信 易航科技		
其他	长安航旅 乐享天购 布鲁塞尔SODE 海航进出口 北京科航 海南农源 海航2016 海航香港		尚品易购 瀚途贸易 航旅投资 恒禾电子 海航健康 北京方大 长江租赁 扬子江租赁 旅云租赁 海航物业		

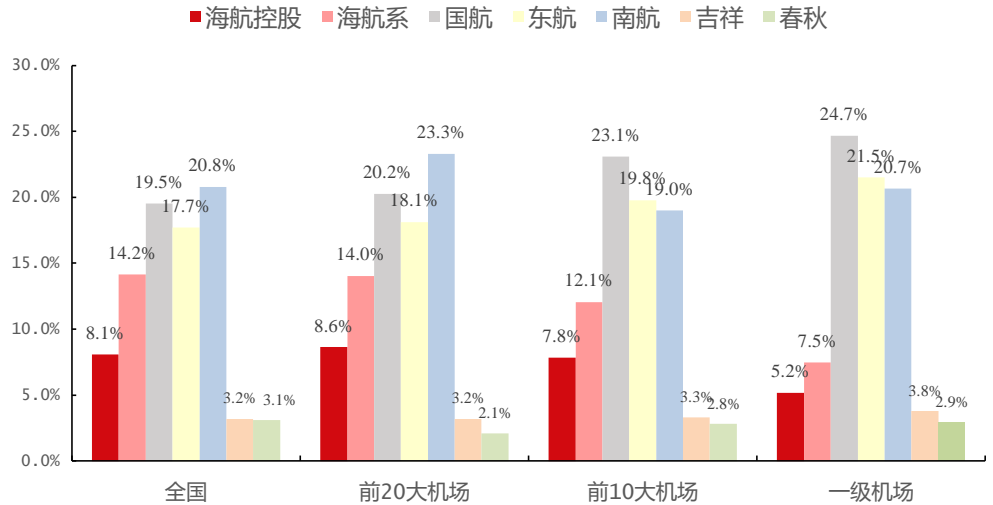
资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.1.2 完备网络+稀缺资源，构筑核心竞争力

航线网络辐射全国客源、通航五大洲。2023 年公司共运营国内外航线近 1,800 条，其中国内航线近 1,600 条，覆盖内陆所有省、自治区、直辖市；国际及地区航线逾 100 条，航线覆盖亚洲、欧洲、非洲、北美洲和大洋洲，通航境外 37 个城市。

公司/集团全国时刻份额分别 8%/14%。2024 年夏航季，海航控股/海航航空集团在全国机场时刻份额占比分别达 8.1%/14.2%，在前 20 大机场合计分别 8.6%/14%，在前 10 大机场合计分别 7.8%/12.1%，一级机场合计分别 5.2%/7.5%。以上各项份额仅次于三大航，先发优势奠定了公司航线资源壁垒，第四大航地位稳固。

图表9: 2024夏航季, 各航司在不同市场时刻份额对比



资料来源: 航班管家, 国联证券研究所

重点市场份额领先。公司在海口、北京、乌鲁木齐、西安、太原、南宁、昆明、福州等区域运营8家航空公司, 在海口、北京、广州、深圳等22个城市建立航空运营基地/分公司。在前20大机场的城市中, 公司均有时刻, 其中16个机场份额超过5%、8个机场份额超过10%, 在北京首都、深圳宝安、昆明长水、西安咸阳、长沙黄花、郑州新郑、乌鲁木齐地窝堡、海口美兰、三亚凤凰份额均居前三。

图表10: 海航系上市&非上市航司基地一览

航司	代码	主基地	机队/架
上市航司			
海南航空	HU	海口、北京首都	217
祥鹏航空	8L	昆明	51
北部湾航空	GX	南宁	29
乌鲁木齐航空	UQ	乌鲁木齐	17
福州航空	FU	福州	16
长安航空	9H	西安	13
新华航空	XW	北京首都	1
山西航空	8C	太原	1
非上市航司			
天津航空	GS	天津	105
首都航空	JD	北京大兴	82
西部航空	PN	重庆	43
金鹏航空	Y8	上海	13

图表11: 公司在主要机场时刻份额及与三大航对比

机场	国航	东航	南航	海航控股	海航系
前20大机场					
广州/白云	13%	9%	50%	6%	8%
上海/浦东	12%	37%	10%	2%	6%
北京/首都	66%	4%	0%	14%	16%
深圳/宝安	31%	6%	27%	8%	11%
成都/天府	28%	13%	11%	7%	9%
重庆/江北	20%	9%	23%	7%	19%
上海/虹桥	11%	51%	14%	2%	2%
昆明/长水	15%	39%	11%	13%	15%
西安/咸阳	12%	30%	13%	13%	23%
杭州/萧山	19%	9%	23%	6%	13%
北京/大兴	11%	35%	45%	0%	3%
成都/双流	37%	7%	5%	0%	0%
南京/禄口	18%	25%	15%	5%	11%

大新华航空	CN	海口	3
香港航空	HX	香港	24
香港货航	RH	香港	5
天津货航	HT	天津	6

长沙/黄花	10%	10%	33%	12%	17%
武汉/天河	16%	23%	35%	7%	12%
郑州/新郑	14%	7%	28%	13%	25%
乌鲁木齐	11%	7%	44%	15%	28%
海口/美兰	9%	4%	23%	34%	50%
厦门/高崎	21%	11%	46%	5%	9%
三亚/凤凰	6%	7%	30%	21%	38%
其他主基地机场（上市公司）					
福州/长乐	10%	9%	44%	15%	18%
南宁/吴圩	21%	8%	21%	13%	19%
太原/武宿	19%	26%	12%	13%	16%

资料来源：Planespotters, 国联证券研究所

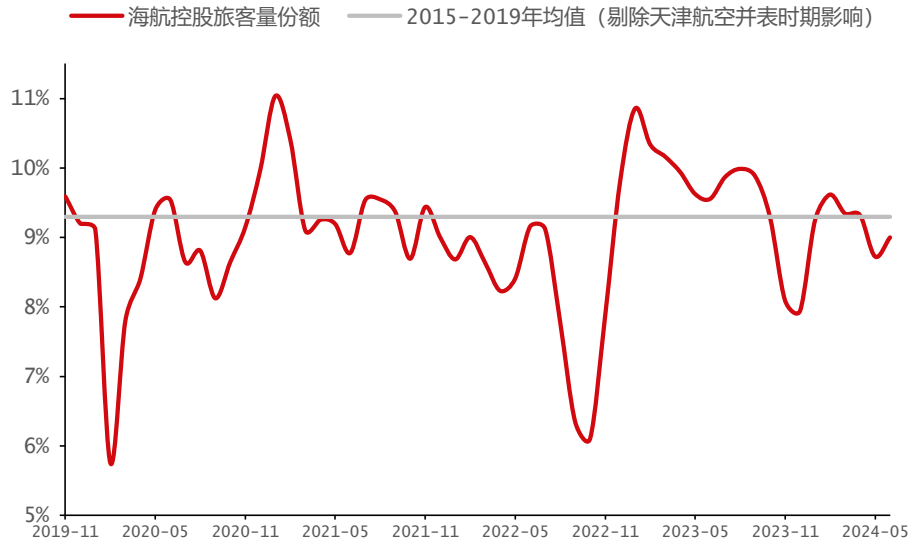
资料来源：航班管家, 国联证券研究所

“一本三核”战略布局强化。海南为本、北京、广深、成渝为核心是公司战略布局重点，公司保持并持续强化在核心市场的优势。公司在海南两大进出岛枢纽份额优势突出、是北京首都机场第二大承运人；2023年，海航深圳基地项目建设开工、总投资8.6亿元；2024年，方大航空国际总部落户重庆。

2.2 运营能力：民营活力锻造五星品牌

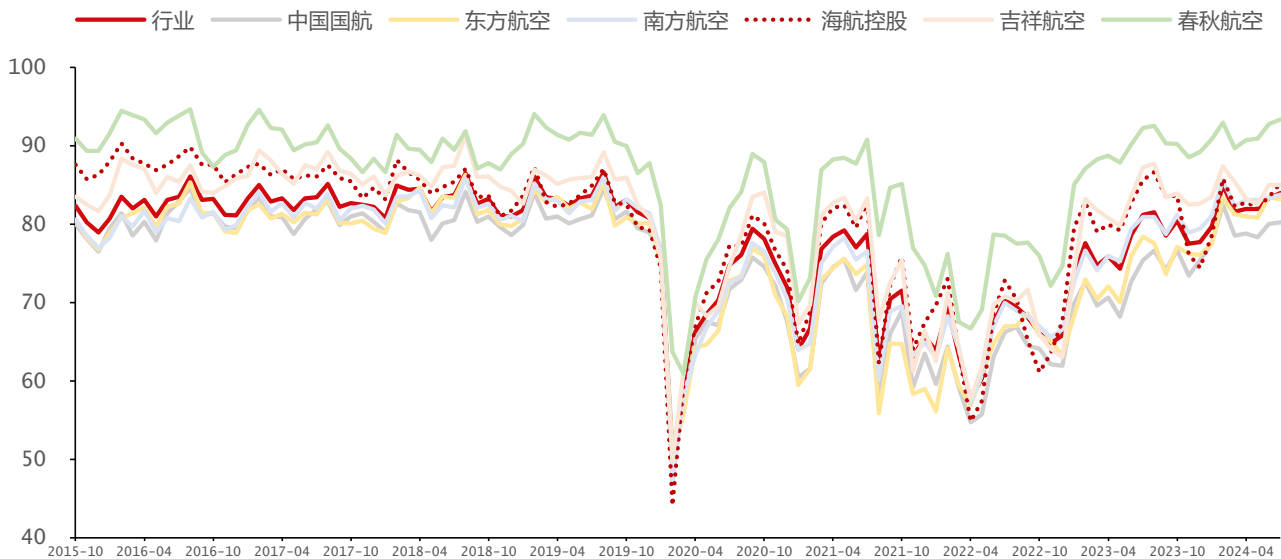
2.2.1 运营亮眼，困境后胜势初显

旅客量市场份额回升、高于时刻份额。2015-2019年，剔除天津航空并表期间（2017年1月-2019年10月）影响，公司旅客量占行业份额均值为9.3%。经历了破产重整前后、旅客量份额下滑后，自2023年起，公司份额快速回升，截至2024年8月，大部分月份高于历史均值，经营能力快速修复帮助公司逐步扩大旅客份额，并维持高于公司时刻份额8.1%的高效资源转化水平。

图表12: 2019年11月以来, 海航控股旅客量市场份额变化


资料来源: 民航局、公司公告, 国联证券研究所

客座率长期高于行业均值。2015-2019年, 公司客座率高于“三大航”、与吉祥航空接近、低于春秋航空。2020-2022年公司重整前后经营受影响、客座率表现不佳, 2023年逐步回升至80%以上, 2024年8月公司客座率达87.9%, 超过2019同期, 高出行业平均1pcts、位列上市航司第3。

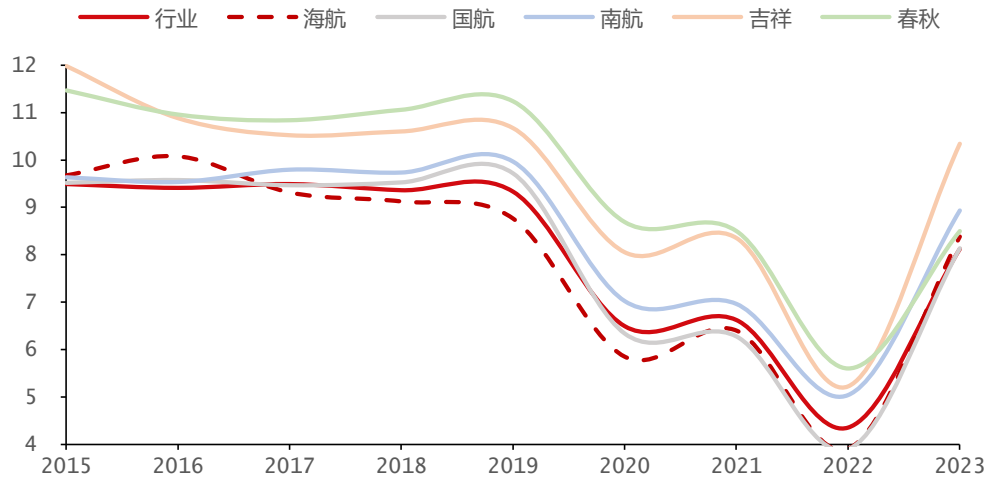
图表13: 2015年以来各上市航司客座率(%)对比


资料来源: 民航局、公司公告, 国联证券研究所

2023年飞机日利用率7年来首次优于行业平均。公司过去飞机利用小时表现并不理

想，2017-2022 年均低于行业均值，产能转化效率有待提高，但 **2023 年公司飞机日利用小时达 8.5 小时，7 年来首次高于行业平均；2024 年上半年进一步提升至 9.08 小时**，公司产能利用率不断改善，尚有充分提升空间。

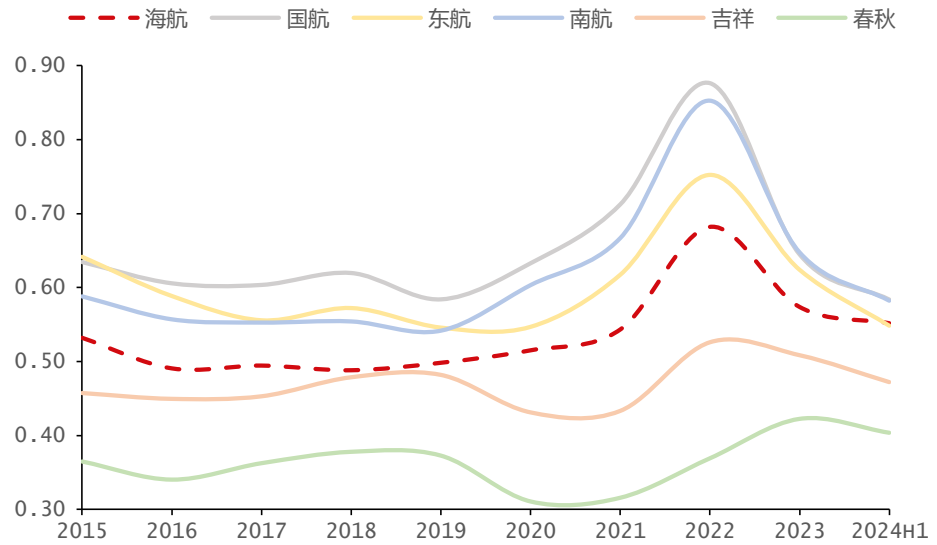
图表14：2015 年以来，上市航司飞机日利用率（小时）对比



资料来源：民航局、公司公告，国联证券研究所

票价水平提升明显。公司单位客收过去长期处于上市航司的中位数水平，低于三大航，高于吉祥和春秋；但 2023 年，公司与三大航单位客收差距大幅缩小；2024H1，公司单位客收达 0.55 元/人公里，比 2019 年上涨 11%，同期，国航/东航/南航/吉祥/春秋单位客收分别为 0.58/0.55/0.58/0.47/0.40 元/人公里，公司客收水平与三大航看齐、略低于国航和南航，高于吉祥和春秋。**若维持此营收质量，在多项经营指标同步改善共振的情况下，公司盈利上限有望突破。**

图表15：2015年以来，上市航司单位客公里收入对比（元/人公里）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.2.2 五星航司：延续品牌价值

海南航空第 13 次获评“SKYTRAX 五星航空”。6 月 24 日，海南航空第 13 次蝉联“SKYTRAX 五星航空”，并获“中国最佳航空公司”、“中国最佳航空员工服务”以及“全球最佳商务舱舒适用品”三项第一。SKYTRAX 创立 25 年来，全球仅有 9 家航空公司被授予五星航空，海南航空是唯一获此认证的内地航司。根据 SKYTRAX 官网描述，基于 500-800 个产品和服务交付评估项目的分析，这些公司在整体品质表现上达到了最高级别。

图表16：2024年，公司第13次获评“SKYTRAX五星航空”



资料来源：新华网，国联证券研究所

2.2.3 方大优势：股东管理赋能

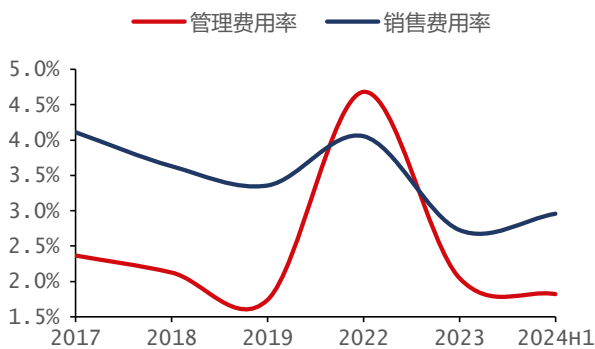
股东经营管理能力出色。公司2021年加入辽宁方大集团，后者是一家包括炭素、钢铁、医药、商业、航空五大业务板块的大型企业集团，旗下拥有5家大型上市公司和4家新三板上市公司，总资产超过4000亿元（截至2023年9月，资产负债率52%），员工近13万人，2023年集团销售收入超过3000亿元。复盘公司控股股东的发展历程，辽宁方大集团过去频繁参与了经营不善企业的重组，快速将其扭亏为盈并发展壮大，经营管理能力经历了长期多次检验；并且，这些企业所处行业均具有一定的资源壁垒，这与公司破产重整时面临的境况具有相似性，股东丰富的经营管理经验为公司盈利能力提升提供了有效保障。

图表17: 辽宁方大集团发展历程

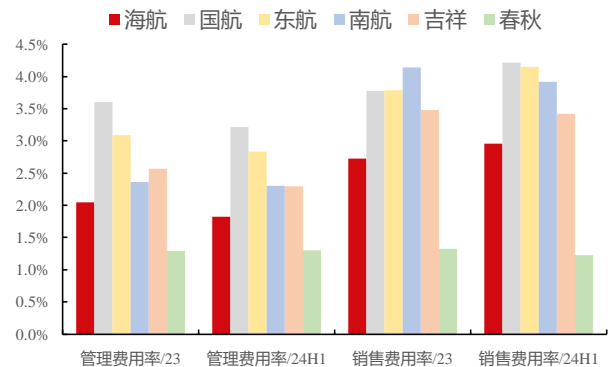
时间	事件
2002	成功重组抚顺炭素，进入炭素行业，当年实现扭亏为盈
2003	成功重组抚顺莱河矿业，进入资源行业，重组企业再次实现当年扭亏为盈
2004-2006	成功重组成都蓉光炭素、合肥炭素、兰州海龙新材（方大炭素）
2009	成功重组南昌钢铁，间接控股南昌长力钢铁（方大特钢）
2012	成功重组江西萍钢
2017	营口市三家医院加盟集团
2018	参与东北制药混改，成为第一大股东
2019	成为中兴商业第一大股东；北方重工完成司法重整，成为第一大股东；参与天津一商混改，受让 100% 股权
2020	参与达州钢铁破产重整，成为第一大股东
2021	参与海航航空破产重整，成为控股股东

资料来源：辽宁方大集团官网，国联证券研究所

企业文化切换，精细化管理成效突出。新股东精细化管理的企业文化贯彻下，公司通过日成本数据监控与预警、多样化激励措施、在各业务体系持续开展“跑冒滴漏”活动，2023/2024H1 分别实现降本创效 36/25 亿元。我们对比了公司成本费用率情况：2023/2024H1 公司销售费用率分别 2.7%/3%，对比疫情前下行明显；2023/2024H1 公司管理费用率分别 2%/1.8%，略高于 2019 年，两项费用率合计较 2019 年分别降低 0.3pct；对比同行，2023 和 2024H1，公司销售费用率和管理费用率为 6 家航司第二低，仅高于低成本航司春秋航空。

图表18: 公司管理/销售费用率变动情况


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表19: 2023/2024H1 上市航司管理/销售费用率对比


资料来源：公司公告，国联证券研究所

2.3 背靠海南：基于自贸港的超级承运人

2.3.1 长期受益于自贸港发展红利

2025年前启动全岛封关。2020年6月，中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》（“方案”），2021年6月，全国人大常委会通过《中华人民共和国海南自由贸易港法》。按照《总体方案》，海南将在2025年前适时启动全岛封关运作，在全岛建成海关监管特殊区域，对标成熟的自贸港新加坡、香港等，实行“零关税、低税率、简税制”，贸易、投资、跨境资金流动、人员进出、运输来往五大自由便利。自贸港优惠政策将对货物、人才、贸易的流动产生虹吸效应，同时配套的各项产业政策有望带动海南实现跨越式发展。

基于自贸港的超级承运人。由于地理条件限制，航空是进出岛主要方式，也是海南自贸港发展壮大的重要依靠。公司成立伴随着海南省建制、也是唯一总部在海南的航司，公司公开表示，未来3~5年将全力打造基于自贸港的超级承运人，腹地优势有望带动公司客流、货流增长，长期受益于自贸港发展红利。此外，公司航空辅业也迎来发展机遇。航权政策开放有望带动海南发展成为境外航司中转目的地或基地，公司利用主基地航司优势，为经停航司提供维修、地面保障等配套服务，盈利点进一步拓展。

2.3.2 自贸港税收政策利好降本

(1) 所得税方面，注册并在海南运营的公司、在海南工作的高端/紧缺人才，所得税均适用15%税率。公司以及5家子公司等主要的业务主体均适用15%的税收政策，对比其他航司，所得税优惠税率适用范围更高。(2) 关税方面，注册地在海南的航司引进飞机适用“零关税”，自用航材、海南航线的航油免征关税、增值税和消费税。预计保税航油政策落地后，航油采购价格有望降低13%-15%。

图表20：自贸港利好政策梳理

政策	利好内容
1 关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知	· 对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%的税率征收企业所得税
2 关于海南自由贸易港高端紧缺人才个人所得税政策的通知	· 对在海南自由贸易港工作的高端人才和紧缺人才，个人所得税实际税负 超过15%的部分，予以免征。
3 海南自由贸易港“零关税”进口交通工具及游艇管理办法(试行)	· 全岛封关运作前，在海南自由贸易港登记注册并具有独立法人资格， 从事交通运输、旅游业的企业(航空企业须

以海南自由贸易港为主营运基地)，可按政策规定进口“零关税”交通工具及游艇。

- | | | |
|---|------------------------------|---|
| 4 | 海南自由贸易港进口“零关税”原辅料海关监管办法 (试行) | <ul style="list-style-type: none"> 在海南自由贸易港注册登记并具有独立法人资格的企业，进口用于生产自用、以“两头在外”模式进行生产加工活动或服务贸易过程中所消耗的正面清单内的原辅料，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。 |
| 5 | 关于海南自由贸易港进出岛航班加注保税航油政策的通知 | <ul style="list-style-type: none"> 全岛封关运作前，允许进出海南岛国内航线航班在岛内国家正式对外开放航空口岸加注保税航油，对其加注的保税航油免征关税、增值税和消费税，自愿缴纳进口环节增值税的，可在报关时提出。 |

资料来源：海南自贸港官网，国联证券研究所

图表21：部分航司适用所得税率对比

公司	适用所得税优惠税率的主体
海航控股	海航控股、长安航空、祥鹏航空、乌鲁木齐航空、吉耐斯及海航技术等业务主体公司适用 15%税率
中国国航	西部地区子公司、个别高新技术企业适用 15%税率
春秋航空	个别高新技术企业适用 15%；个别小微企业适用 20%税率

资料来源：公司公告，国联证券研究所

3. 新旧交替后的定价

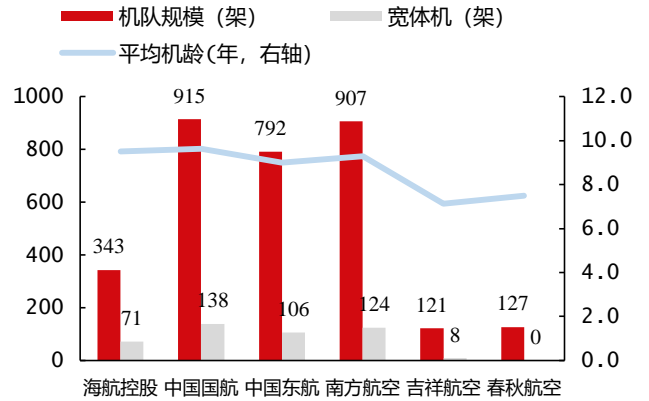
3.1 核心资产：机队的差异化

2024年6月底，公司机队规模343架，加上非上市体系，海航航空集团总计机队规模超过600架，稳居第四大航空集团；公司平均机龄9.51年，与三大航接近。其中，公司窄体机以波音B737-800为绝对主力，达200架；宽体机达71架，占比20.7%，大幅超过其他上市航司，其中波音、空客机型相当。

图表22：2024H1 公司机队详情

	小计	自有	融资租赁	经营租赁	平均机龄
B737-700	10	5	2	3	10.21
B737-800	200	55	16	129	10.28
B737-8	22	4	0	18	4.71
B787-8	10	9	0	1	10.43
B787-9	28	6	0	22	6.68
A320	28	0	3	25	8
A330-200	9	0	0	9	13.94
A330-300	24	6	1	17	8.01
E190	12	2	2	8	13.45
合计	343	87	24	232	9.51

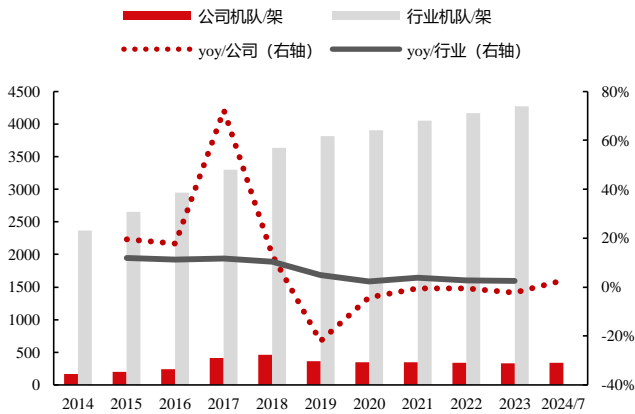
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表23：2024H1 上市航司机队规模&机龄对比


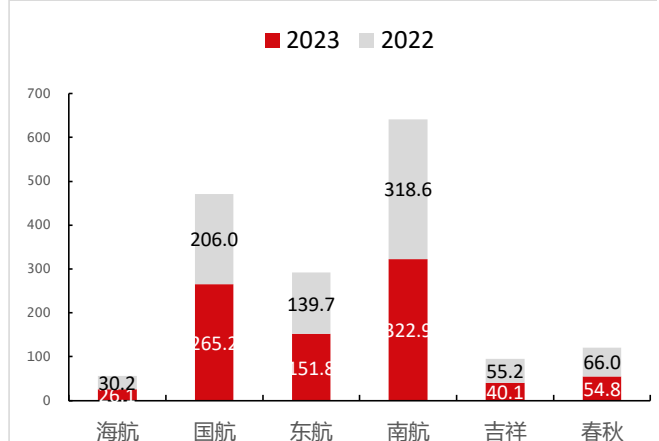
资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.1.1 动态看，扩张策略转向务实

精简机队，控制扩表速度。(1) 近五年机队净减少。2019-2023年，公司机队连续收缩，截至2023年末，公司机队相较于2019年末净减少27架，降幅7.5%，同期行业机队扩张了11.8%。(2) 2024年H1，公司机队五年来首现扩张，较2023年末净增长9架、都以经营租赁方式引进，其中A320导致同机型机龄反而有所增长。(3) 未来扩张速度可控。从各航司年报披露的“在建工程-购机预付款”对比来看，公司2023年为26.1亿，远低于其他航司水平；2023年，公司还将若干飞机的购机权益转让予第三方航空公司。机队精简有助于公司更好地达到财务平衡点，实现盈利能力最大化。2024年3月29日，公司公告拟采购20套客舱厨房设备，用于装配A330-900型飞机。据此我们预计公司将引进20架A330-900新飞机(属于A330neo系列)，这是公司近年来最大的一笔订单。目前公司A330-200平均机龄约14年、是公司机龄最大的机型，替换需求下，该笔订单扩表影响或可控而对于机队性能提升显著。

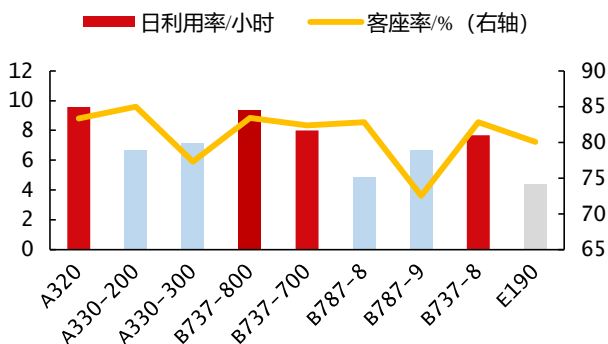
图表24：公司与行业机队扩张速度对比


资料来源：民航局、公司公告，国联证券研究所

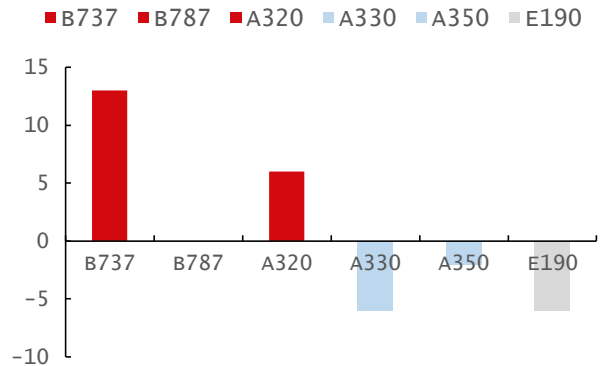
图表25：2022-2023 上市航司购机预付款(亿元)


资料来源：公司公告，国联证券研究所

缩减宽体机，匹配航线资源。根据公司披露的 2023 年各机型运营数据表现，窄体机在日利用率和客座率上均明显优于宽体机和支线飞机；在洲际航线不及疫情前的背景下，提高窄体机比例有助于公司提升机队的经济性。2020 年末至 2024 年 7 月，公司窄体机数量净增长了 19 架、宽体机/支线飞机数量净减少了 8 架/6 架；2023 年 5 月，公司公告提前退租两架 A350，这是公司仅有的两架大型宽体机、机龄仅约 5 年（海航集团也退出了所有 A350），这一举措也反映公司经营策略上更加务实。

图表26：2023 年公司各类机型运营表现


资料来源：公司公告，国联证券研究所

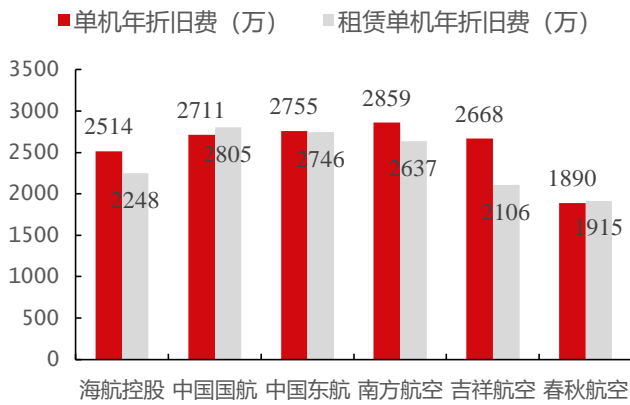
图表27：2020 年末至 2024 年 7 月公司各机型净变动 (架)


资料来源：公司公告，国联证券研究所

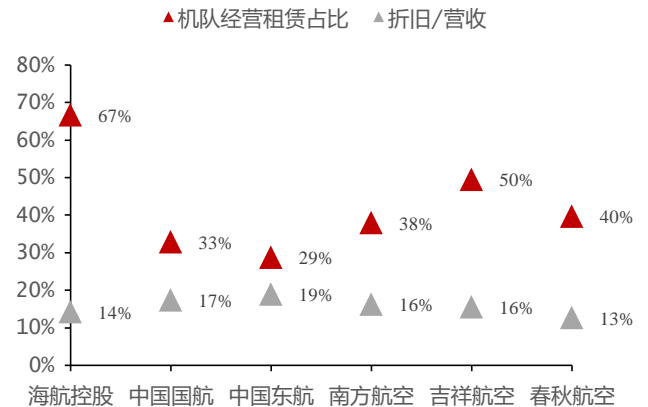
3.1.2 静态看，经租&宽体比例双高

经营租赁高占比+优惠租赁条款，折旧成本偏低。公司经营租赁占比远高于同行，2023 年末，公司/国航/东航/南航/吉祥/春秋机队经营租赁占比分别为：67%/33%/29%/38%/50%/40%，在宽体机比例同样显著高于同行情况下，公司年折旧费

用占营收的比为 14%，低于除春秋航空外的其他航司；公司单机年折旧费/租赁飞机单机年折旧费分别为 2514/2248 万元，在 6 家航司中偏低，分别第 5/4。经营租赁占用资金少、有助于缓解流动性压力；公司在重整时与各大租赁商达成优惠条款，下调 15-20%租金标准、且对宽体机由固定租金改为按飞行小时收费，节省了租金支出。

图表28：2023 年末上市航司单机折旧费用


资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表29：2023 年末上市航司经营租赁占比&折旧占营收比


资料来源：公司公告，国联证券研究所

高租赁占比伴随高汇兑弹性。2023 年末，公司美元负债高达 93.4 亿美元，远超其他航司。其中租赁负债达 64.8 亿美元、居各航司首位；此外公司还有约 30 亿美元的长期借款。2023 年末，人民币对美元每贬值 1%，公司/国航/东航/南航/吉祥/春秋净利润分别将减少 6.17/2.29/2.97/3.2/0.8/0.0018 亿人民币；高美元负债敞口使公司在人民币汇率贬值环境中承受高额汇兑损失压力，同样，在人民币升值环境下，公司汇兑收益弹性也最大。

图表30：2023 年末上市航司美元负债&汇率敏感性

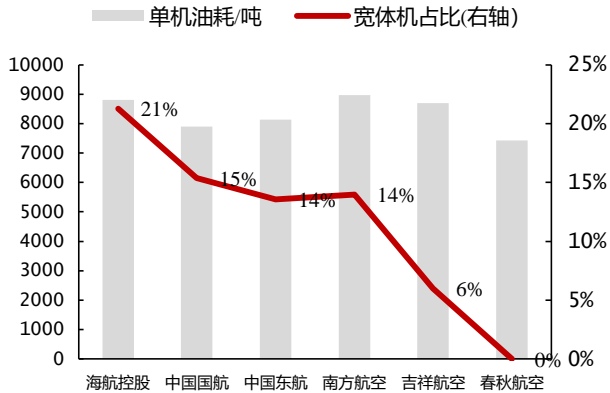
	海航控股	中国国航	中国东航	南方航空	吉祥航空	春秋航空
美元资产/亿美元	6.3	10.4	2.6	2.8	1.3	4.6
美元负债/亿美元	93.4	53.5	44.5	63.1	14.4	4.7
其中：租赁负债/亿美元	64.8	50.9	43.8	51.8	11.2	-
1%汇率敏感性/亿人民币	6.17	2.29	2.97	3.2	0.8	0.0018

资料来源：公司公告，国联证券研究所

高宽体机比例下的油耗效率。2023 年末，公司/国航/东航/南航/吉祥/春秋宽体机占比分别为：21%/15%/14%/14%/6%/0%，宽体机比例显著高于同行，导致单机平均油耗量高、仅低于南航。2023 年末，公司吨油营收 1.99 万元/吨，与行业基本持平；公司营收/航油成本为 3.12，低于春秋&吉祥，高于三大航，若未来机队优化、宽体机

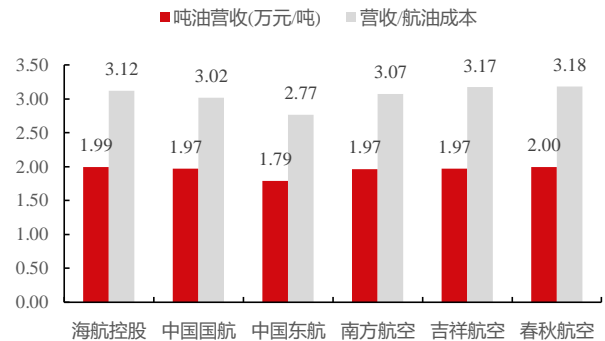
比例下调，公司油耗效能仍有优化空间。

图表31：2023年末上市航司单机油耗&宽体机占比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

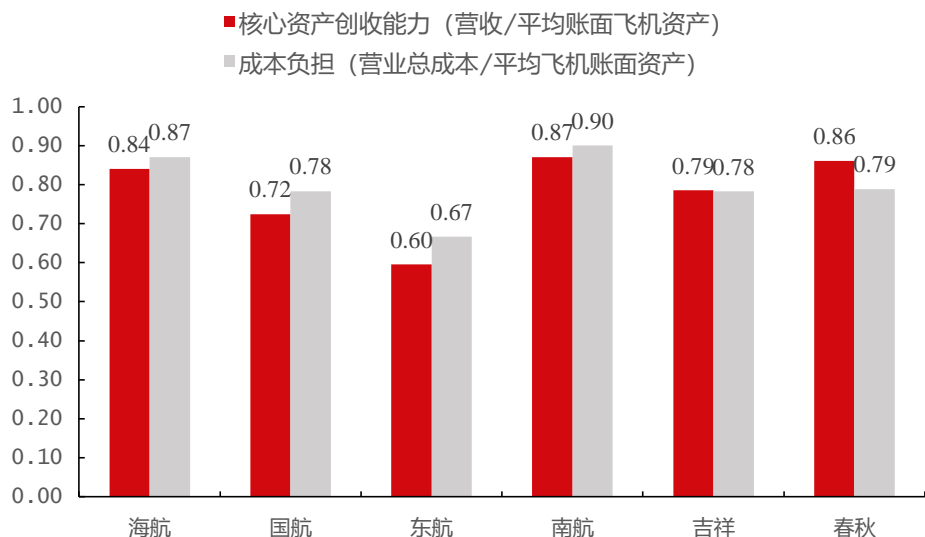
图表32：2023年末上市航司用油效率对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

核心资产创收能力与成本负担。我们以2023年飞机及发动机平均账面资产（固定资产及使用权资产中的飞机和发动机）作为核心资产指标，对比各上市航司营收、营业总成本情况，2023年，公司核心资产营收能力居第三，但成本负担也偏高、居第二。

图表33：2023年上市航司飞机平均账面资产的营收能力与成本对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

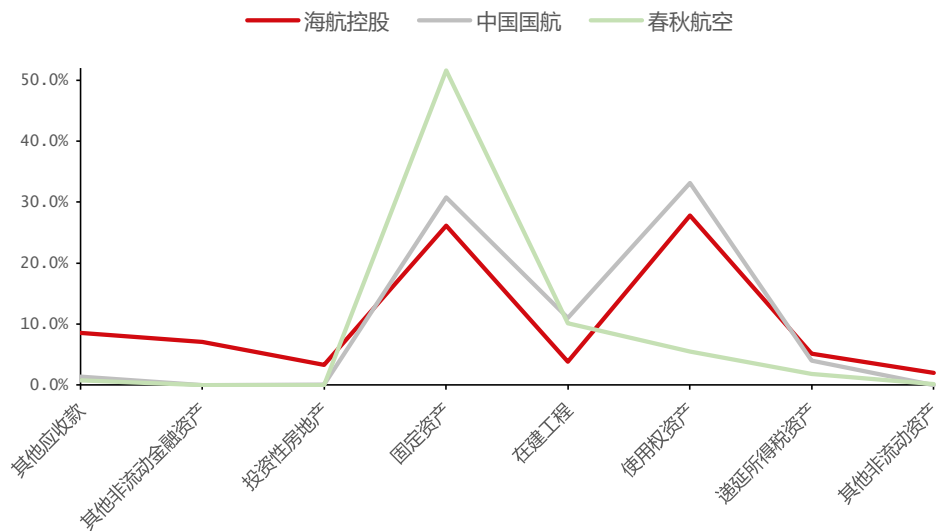
3.2 资产与负债的长期平衡

3.2.1 资产结构：历史风险出清，关注关联交易

我们对标了公司与中国国航、春秋航空2024年半年报资产结构，除了与飞机和发动

机等资产相关的科目（在建工程、固定资产、使用权资产）外，公司以下科目显著区别于同行，或对未来利润会构成重大影响。主要包括：（1）反映公司与集团内非上市公司业务、股权的**其他应收款、其他非流动金融资产占比高**；（2）基于公司历史原因的投资性房地产、递延所得税资产、其他非流动资产占比偏高。

图表34：2024H1 公司部分资产类科目占资产比与同行对比



资料来源：公司公告，国联证券研究所

非上市公司经营状况对上市公司业绩构成重大影响。（1）截至 2024H1，公司“其他非流动金融资产”科目余额 97.6 亿，其中大新华航空全部航线收益权和海航集团破产重整信托份额分别占比 46.4%、33.4%；“其他应收款科目”余额 118.2 亿（以及坏账准备 34.8 亿），其中绝大部分是应收关联方经营相关款项：飞机租金、维修费、培训费、飞机收益权款等。（2）此外，公司对天津航空、金鹏航空、西部航空的长期股权投资由于净亏损，账面已经减记为 0。区别于其他上市航司，公司与集团内非上市航空公司的业务与股权合作紧密，历史风险已出清的背景下，随着行业基本面持续修复、集团经营能力改善，“投资收益”、“坏账准备”拨回、“公允价值变动收益”等科目变动也将直接影响上市公司利润表现、并有望提供较高弹性。

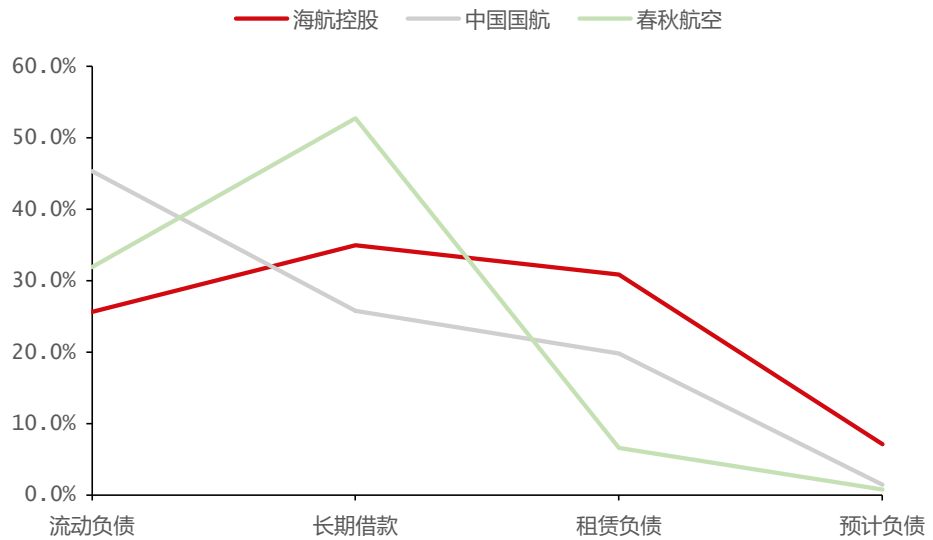
图表35：截至 2024H1，公司其他非流动金融资产&其他应收款科目明细

项目	期末余额/千元	占比
其他非流动金融资产		
信托资产收益权-大新华航空航线收入	4,528,423	46.4%
海航集团破产重整专项服务信托	3,255,332	33.4%
非上市权益性投资	887,837	9.1%
基金投资	854,024	8.8%
上市权益性投资	233,544	2.4%
合计	9759160	100.0%
其他应收款		
应收飞机收益权款	3,929,944	25.7%
飞机租金、维修费及培训费等	7,687,398	50.2%
保证金及维修储备金	79,667	0.5%
其他	3,604,890	23.6%
合计	15,301,899	100.0%
减：坏账准备	-3,477,935	-22.7%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.2.2 负债结构：短期流动性压力可控

我们对比了公司与中国国航、春秋航空 2024 年半年报负债结构：(1)“其他应付款”占比偏低，与高额的“其他应收款”不对称，反映了公司与集团内公司的关联交易以服务提供方为主；(2)“租赁负债”占比超过 30%，大幅高于同行，与飞机引进方式吻合；(3)“预计负债”达 97 亿、占比 7.1%，明显高于同行，主要是带退租义务的飞机及发动机退租检准备，也与经营租赁高占比机队相关；(4)尽管公司资产负债率达 99.4%，但流动负债占比仅 25.6%，低于国航 (45.4%)、春秋 (31.9%)，我们认为短期流动性压力可控。

图表36：2024H1 公司主要负债科目占负债比及与同行对比


资料来源：公司公告，国联证券研究所

总体来看，相比于资产结构，公司的负债结构更清晰，以重整留债和与飞机租赁相关的长期负债为主。长期看，公司的资产负债率改善将更多地依靠资产端提升收益水平、集团整体经营状况的改善。

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

航空客运：1-8月公司 RPK 为 832 亿人公里，同比增速 19.01%，按该增速在 2023 年基数上推算 2024 年 PRK 为 1216.5 亿人公里；2024H1/2023/2023H1 客运收入/ RPK 分别为 0.49/0.52/0.51 元/人公里，由于航空季节性特征，参考去年 H1 较全年变动，假定 2024 年客运收入/ RPK 为 0.50 元/人公里。由于今年国际航线逐步恢复，预计 25-26 年 RPK 增速回归平稳，分别假定为 14%、9%，客单价稳步上行，分别 0.52/0.54 元/人公里。

其他业务：飞机维修业务处于景气区间，主要由于 MRO 市场需求旺盛、行业机龄延长、替换需求不足，假定 24-26 年增速分别 30%/20%/20%；随着航班量恢复，货运业务增长，假定 24-26 年增速分别 32%/15%/15%；其他业务稳定。

我们预计公司 2024-2026 年营业总收入分别为 674.9、785.5、889.4 亿元，同比增速分别为 +15.09%、+16.38%、+13.22%，3 年 CAGR 为 15.0%。归母净利润分别为 11.1、

33.5、48.1 亿元，同比增速分别为+255.5%、+203.4%、+43.55%，3 年 CAGR 为 149%。

图表37：公司业务情况测算

百万元	2023	2024e	2025e	2026e
客运收入	52921.8	60690.7	70852.0	80199.1
yoy	204.6%	14.7%	16.7%	13.2%
维修收入	1794.2	2332.4	2798.9	3358.7
yoy	106.7%	30.0%	20.0%	20.0%
货运收入	1551.2	2047.6	2354.7	2707.9
yoy	-35.9%	32.0%	15.0%	15.0%
营业收入	58641.1	67492.0	78548.0	88935.1
yoy	156.5%	15.1%	16.4%	13.2%

资料来源：公司公告、Wind，国联证券研究所预测

4.2 估值与投资建议

航空业景气上行，公司自身困境反转。截至 2024 年 8 月，民航旅客量 4.9 亿人次，同比增长 20%，为历史新高，航空出行需求持续旺盛驱动航司业绩上行。公司经历了自身与行业双重低谷后，随着历史风险的出清，盈利能力有望修复。2023-2024H1，公司经营表现领先三大航，率先在大航司中扭亏，同时，集团在航空产业的深耕也有望因航空业整体回暖而对公司业绩产生正向影响。长期看，公司兼具大航司的资源优势与民营航司的灵活性，有望实现品牌价值变现。

由于航空业仍在修复中，我们选取 PEG 估值法。参考可比公司情况，2025 年 PEG 一致预期平均值为 0.19，预测公司 2024-2026 年净利润 CAGR 为 109%，给予公司 2025 年 PE20X，对应目标价 1.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表38：可比公司情况

代码	公司	PE			营业收入 (亿元)			净利润 (亿元)			PEG
		TTM	2024e	2025e	2023	2024e	2025e	2023	2024e	2025e	
601111.SH	中国国航	-	-	17.5	1430.9	1650.5	1825.3	-10.4	-1.2	70.1	0.00
600115.SH	中国东航	-	67.2	14.4	1175.2	1421.8	1548.9	-81.7	7.7	54.4	0.03
600029.SH	南方航空	-	50.4	17.0	1604.6	1825.7	1988.4	-41.4	22.1	65.4	0.09
603885.SH	吉祥航空	35.4	17.1	11.7	200.7	237.4	261.5	7.5	16.1	23.5	0.25
601021.SH	春秋航空	21.8	19.5	15.8	179.1	211.8	243.6	22.6	29.5	36.5	0.67
002928.SZ	华夏航空	-	22.4	10.5	51.3	71.5	88.5	-9.6	3.8	8.0	0.09
	平均值	28.6	35.3	14.5	773.7	903.1	992.7	-18.8	13.0	43.0	0.19

资料来源：Wind，国联证券研究所，预测来自 Wind 一致预期；股价为 2024 年 09 月 27 日收盘价

5. 风险提示

航空出行不及预期。公司以航空客运为主业，若航空出行旅客量增速下行，将对公司经营造成直接影响。

航油价格上涨。航油成本是最主要航班成本，若航油价格走高，公司经营成本将上升。

人民币汇率波动。公司租赁飞机以美元计价、有长期美元借款，导致公司美元负债敞口较高，若人民币对美元汇率贬值，将削弱公司利润。

债务扩大。公司处于低谷回升期、资产负债率偏高，若债务增加，将影响公司流动性。

财务预测摘要

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E		
货币资金	10638	8871	8099	7108	6810	营业收入	22864	58641	67492	78548	88935		
应收账款+票据	1146	2607	3000	3491	3953	营业成本	34623	52493	58660	66130	75048		
预付账款	623	1318	1736	2021	2288	营业税金及附加	236	161	379	441	500		
存货	1320	1509	1686	1901	2158	营业费用	927	1599	1840	2142	2425		
其他	8840	12830	10527	10026	8857	管理费用	1129	1232	1417	1650	1868		
流动资产合计	22567	27134	25048	24547	24066	财务费用	11934	5331	4125	3697	3289		
长期股权投资	51	55	161	767	2373	资产减值损失	-122	0	-120	-140	-158		
固定资产	84566	75375	73980	73468	73918	公允价值变动收益	-1668	261	0	0	0		
在建工程	4913	4618	6919	8659	9900	投资净收益	168	187	50	500	1000		
无形资产	1558	1563	1303	1042	782	其他	-780	1051	525	615	696		
其他非流动资产	24460	25289	25188	25087	24986	营业利润	-28385	-676	1525	5464	7344		
非流动资产合计	115547	106901	107551	109024	111959	营业外净收益	559	145	446	956	1957		
资产总计	138114	134035	132599	133571	136025	利润总额	-27827	-531	1971	6419	9301		
短期借款	80	1606	1343	2599	2652	所得税	-6417	-759	743	2533	3825		
应付账款+票据	7591	11639	13007	14663	16641	净利润	-21410	228	1229	3887	5476		
其他	23171	19663	25325	28711	32570	少数股东损益	-1163	-83	124	533	663		
流动负债合计	30842	32908	39674	45973	51862	归属于母公司净利润	-20247	311	1105	3353	4814		
长期带息负债	96075	89056	79625	70411	61499								
长期应付款	901	330	330	330	330								
其他	9837	10164	10164	10164	10164								
非流动负债合计	106813	99550	90119	80905	71993								
负债合计	137655	132458	129793	126879	123856								
少数股东权益	-706	-733	-609	-76	587								
股本	43216	43216	43216	43216	43216								
资本公积	37483	38551	38551	38551	38551								
留存收益	-79535	-79457	-78351	-74998	-70184								
股东权益合计	459	1577	2806	6693	12169								
负债和股东权益总计	138114	134035	132599	133571	136025								

现金流量表		单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
净利润	-21410	228	1229	3887	5476	
折旧摊销	4700	4317	4255	4433	4671	
财务费用	11934	5331	4125	3697	3289	
存货减少(增加为“-”)	206	-189	-177	-215	-256	
营运资金变动	354	-6052	8344	4553	6020	
其它	-3646	-1233	671	249	-466	
经营活动现金流	-7862	2402	18447	16604	18734	
资本支出	549	-2872	-4800	-5300	-6000	
长期投资	-9	-14	0	0	0	
其他	2133	3284	-600	-640	-884	
投资活动现金流	2673	398	-5400	-5940	-6884	
债权融资	-3880	-5493	-9694	-7958	-8859	
股权融资	9973	0	0	0	0	
其他	592	-10782	-4125	-3697	-3289	
筹资活动现金流	6685	-16276	-13819	-11655	-12148	
现金净增加额	1502	-13471	-772	-991	-297	

财务比率		2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力						
营业收入		-32.76%	156.48%	15.09%	16.38%	13.22%
EBIT		-477.72%	130.20%	27.01%	65.95%	24.44%
EBITDA		-232.96%	181.45%	13.55%	40.56%	18.63%
归属于母公司净利润		-528.88%	101.54%	255.54%	203.40%	43.55%
盈利能力						
毛利率		-51.43%	10.48%	13.09%	15.81%	15.61%
净利率		-93.64%	0.39%	1.82%	4.95%	6.16%
ROE		-	13.46%	32.36%	49.54%	41.56%
ROIC		1,738.86%	-2.55%	4.46%	7.68%	9.18%
偿债能力						
资产负债率		99.67%	98.82%	97.88%	94.99%	91.05%
流动比率		0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
速动比率		0.6	0.7	0.5	0.4	0.3
营运能力						
应收账款周转率		20.0	22.5	22.5	22.5	22.5
存货周转率		26.2	34.8	34.8	34.8	34.8
总资产周转率		0.2	0.4	0.5	0.6	0.7
每股指标(元)						
每股收益		-0.5	0.0	0.0	0.1	0.1
每股经营现金流		-0.2	0.1	0.4	0.4	0.4
每股净资产		0.0	0.1	0.1	0.2	0.3
估值比率						
市盈率		-2.5	164.0	46.1	15.2	10.6
市净率		43.8	22.1	14.9	7.5	4.4
EV/EBITDA		-14.0	14.9	11.6	7.7	6.0
EV/EBIT		-9.8	28.3	19.7	11.1	8.3

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 09 月 27 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联证券可能会持有本报告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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼