

华夏航空 (002928.SZ)

支线航空市场巨头，扬帆再启航

华夏航空是我国唯一一家规模化的独立支线民营航空，伴随行业景气回升、利用率修复、补贴利好，业绩有望大幅增长。

- 短期公司利用率修复、单位成本有望继续下降，业绩弹性有望显现。1) 公司机队规模较疫情前已大幅增长，为运力及收入增长提供基础；截至 2024Q3，公司机队规模 73 架，较 2019 年末增长 49%。2) 2023 年以来公司利用率修复，推动运力恢复增长、单位成本下降；2024Q3 单位成本同比-5%，较 19Q3 仍+5%，预计随着 2025-26 年公司利用率逐步恢复至疫情前水平，单位成本有望进一步摊薄，公司业绩弹性有望显现。
- 新支线补贴政策下公司录得政府补贴大幅增厚。公司运力布局以西北、西南、北方地区为主，与民航局重点补贴地区高度重合。受益于新支线补贴政策以及公司运力增长，2024Q1-3 公司录得其他收益（主要为政府补贴）8.1 亿元，同比增加约 5 亿元。此外，考虑到中央大力支持地方政府化债、解决拖欠企业账款问题，公司应收账款风险有望降低。
- 航空业正处于底部向上修复阶段，景气度修复可期。1) 供给端，全球飞机供应链紧张，对供给增长形成压制；行业整体飞机利用率已大幅提升，2025-26 年增长空间相对较小。2) 需求端，随着国际航班恢复、国际出行正常化，以及国内出行需求保持较快增长，行业供需关系有望持续改善、推动行业收益水平和盈利能力修复。
- 长期来看，公司打造特色网络布局，错位竞争优势有望显现。近年来公司在新疆、华东地区投放增加：1) 新疆支线市场快速增长，公司积极布局库尔勒、阿克苏、伊宁、喀什等地区，打造省内串环飞网络；24 年冬春航季公司在这些地区市占率均在前两位；2) 公司在东部地区通过与地方政府深度合作，打造区域枢纽，串联东西部，目前已拓展衢州和芜湖市场。中长期看，随着全国支线机场进一步建设完善，以及考虑到广阔的低线城市潜在旅客增长空间，公司有望通过特色网络布局获得错位竞争优势。
- 投资建议。预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 4.3/8.1/10.7 亿元。我们认为公司短期将受益于利用率修复、补贴利好、行业转暖带来的业绩弹性；长期受益于支线航空市场广阔空间。首次覆盖给予公司“增持”投资评级。
- 风险提示：宏观经济增长不及预期、政府补贴不及预期、运力增长不及预期、油价大幅上涨、人民币大幅贬值、应收账款坏账风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2643	5151	6775	8250	9131
同比增长	-33%	95%	32%	22%	11%
营业利润(百万元)	(2341)	(1078)	486	952	1251
同比增长	n.a.	n.a.	n.a.	96%	31%
归母净利润(百万元)	(1974)	(965)	426	812	1067
同比增长	n.a.	n.a.	n.a.	91%	31%
每股收益(元)	-1.54	-0.75	0.33	0.64	0.83
PE	-5.8	-11.9	26.9	14.1	10.7
PB	2.8	3.7	3.3	2.7	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

周期/交通运输

目标估值：NA

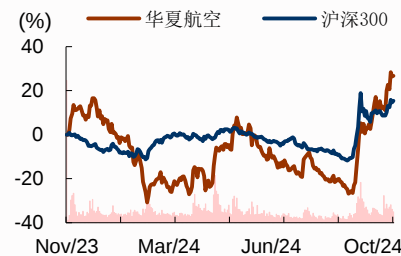
当前股价：8.97 元

基础数据

总股本（百万股）	1278
已上市流通股（百万股）	1278
总市值（十亿元）	11.5
流通市值（十亿元）	11.5
每股净资产（MRQ）	2.7
ROE（TTM）	1.2
资产负债率	83.1%
主要股东	华夏航空控股(深圳)有限公司
主要股东持股比例	23.41%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	32	26
相对表现	14	20	11



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn
- 孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn
- 肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn
- 魏芸 S1090522010002
weiyun@cmschina.com.cn
- 刘若琮 研究助理
liuruocong@cmschina.com.cn

正文目录

一、 专注支线航空市场，机构运力购买+政府补贴形成业绩托底	4
1、规模化独立支线民营航司，机队规模持续增长	4
2、机构运力购买+政府补贴加速支线航空市场培育和公司增长	7
3、运营优化，单位成本有望持续下降	9
二、打造特色网络布局，错位竞争优势有望显现	10
1、支线航空市场广阔，行业景气度有望趋势向上	10
2、公司打造全国支线网络布局，形成错位竞争优势	11
（1）西部市场：支线市场快速增长，补贴政策培育	13
（2）东部市场：东西串联、航网赋能	15
（3）通程模式占比不断提高	16
三、盈利预测与投资建议	17
1、盈利预测	17
2、投资建议	18
3、风险提示	19

图表目录

图 1：华夏航空发展历程	4
图 2：华夏航空主要股东和子公司（截至 2024 年 9 月）	5
图 3：华夏航空机队增长	6
图 4：华夏航空营业收入（单位:亿元）	6
图 5：华夏航空归母净利润（单位:亿元）	6
图 6：华夏航空收入构成	7
图 7：民航局支线补贴	8
图 8：公司政府补贴总额	8
图 9：公司疫情前飞机利用率	10
图 10：公司单位成本	10
图 11：中国支线机场数量	11
图 12：中国支线机场旅客吞吐量	11
图 13：华夏航空前二十大运力投放地	12

图 14: 2024 年民航局支线补贴各区域占比12

图 15: 2024 年华夏航空获得支线补贴占各地区补贴比例12

图 16: 新疆主要机场航班量增速13

图 17: 24 年冬春航季库尔勒主要航司市占率14

图 18: 24 年冬春航季阿克苏主要航司市占率14

图 19: 24 年冬春航季伊宁主要航司市占率14

图 20: 24 年冬春航季喀什主要航司市占率14

图 21: 民航局新疆支线补贴及增长14

图 22: 民航局新疆支线补贴占补贴总额比例14

图 23: 新疆机场旅客吞吐量及增长15

图 24: 24 年冬春航季衢州主要航司市占率16

图 25: 24 年冬春航季芜湖主要航司市占率16

图 26: 通程航班模式16

图 27: 华夏航空通程旅客及占比17

表 1: 华夏航空机队构成（截至 2024Q3）5

表 2: 华夏航空客运收入模式7

表 3: 华夏航空计划航班量及全国占比11

表 4: 公司盈利预测主要假设17

表 5: 公司收入及毛利率预测18

表 6: 公司利润预测表18

表 7: 可比公司估值19

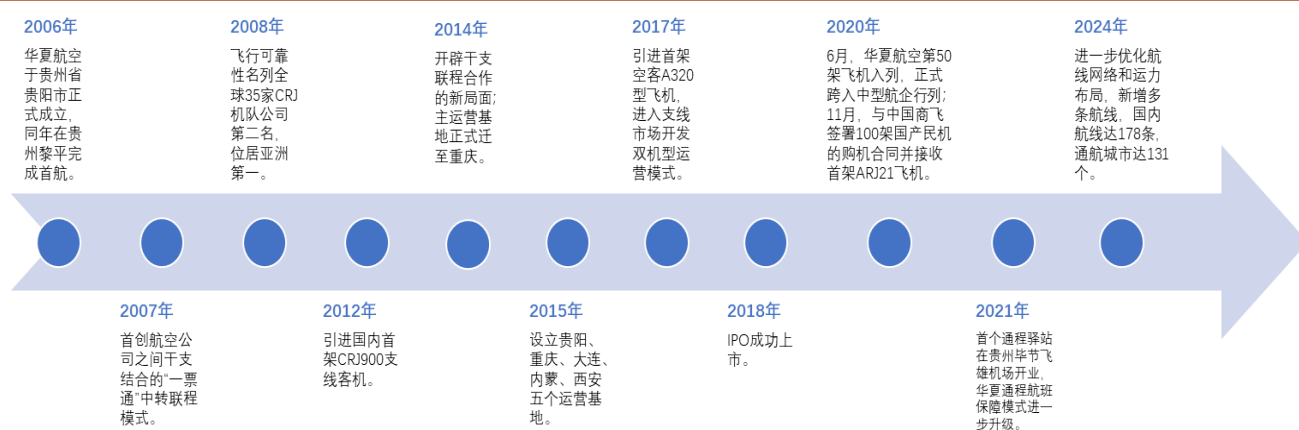
附: 财务预测表20

一、专注支线航空市场，机构运力购买+政府补贴形成业绩托底

1、规模化独立支线民营航司，机队规模持续增长

华夏航空是我国唯一一家规模化的独立支线民营航空。华夏航空股份有限公司于2006年4月在贵州正式成立，并于同年9月完成首飞。作为国内长期专注于支线航空运输的独立航空公司，公司一直坚持明确的支线战略定位，是我国支线航空商业模式的引领者和践行者。

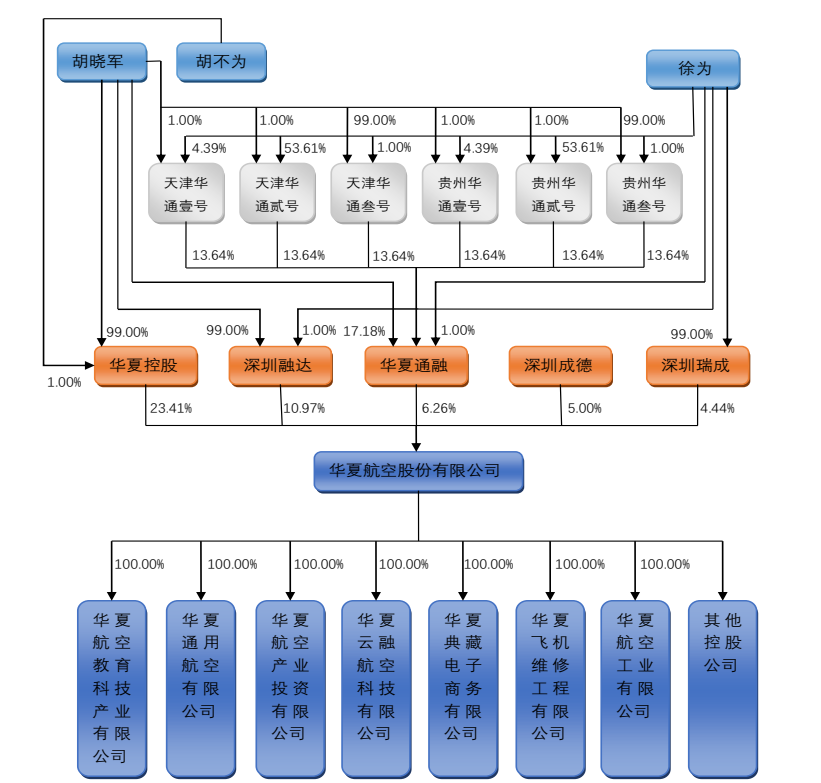
图 1：华夏航空发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

截至 2024Q3，华夏航空控股（深圳）有限公司持股比例为 23.41%，为公司最大控股股东，董事长胡晓军是其实际控制人，胡晓军与徐为、胡不为作为一致行动人，通过华夏控股、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%。此外，公司旗下控股公司众多，涉及航空科技、飞机维修、电子商务与教育等多项产业。

图 2：华夏航空主要股东和子公司（截至 2024 年 9 月）



资料来源：Wind、招商证券

公司已建设辐射全国的支线航空网络，独飞航线占比高。截至 2024 年中，公司在飞航线 181 条，其中国内航线 179 条，国际航线 2 条，相较 2023 年末增加 13 条航线，进一步丰富航线网络布局。公司支线航线 176 条，占比 97%；公司独飞航线 157 条，占比 87%。公司航线网络已覆盖全国 45%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，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。

公司持续引进运力，机队规模已超 70 架。截至 2024Q3，公司机队规模共计 73 架，由庞巴迪 CRJ900、空客 A320 和商飞 ARJ21 三种机型组成，平均机龄 6.26 年，平均机龄较短。从机队引进速度看，公司在疫情期间仍持续引进运力，2019-23 年机队年均增长 9%，高于行业平均增速，为公司长久发展奠定基础。

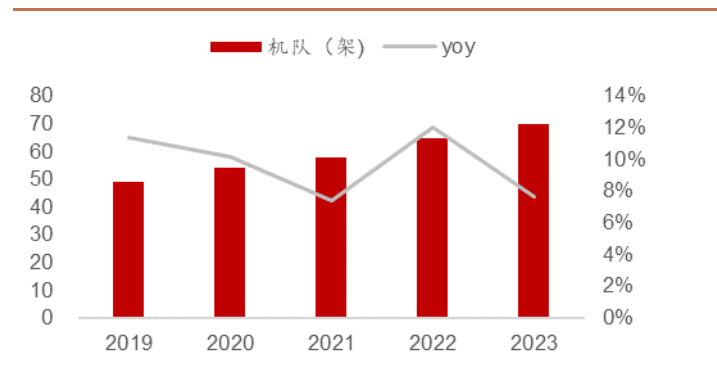
表 1：华夏航空机队构成（截至 2024Q3）

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	9	8.95
		融资租赁	16	7.58
		经营租赁	13	10.63
	小计		38	8.94
空客	A320 系列	自购	2	2.28

飞机供应商	飞机型号	引进方式	数量 (架)	平均机龄 (年)
		融资租赁	6	2.66
		经营租赁	19	4.15
	小计		27	3.68
中国商飞	ARJ21 系列	自购	1	3.32
		经营租赁	7	2.09
	小计		8	2.25
合计			73	6.26

资料来源：公司财报、招商证券

图 3：华夏航空机队增长



资料来源：公司财报、招商证券

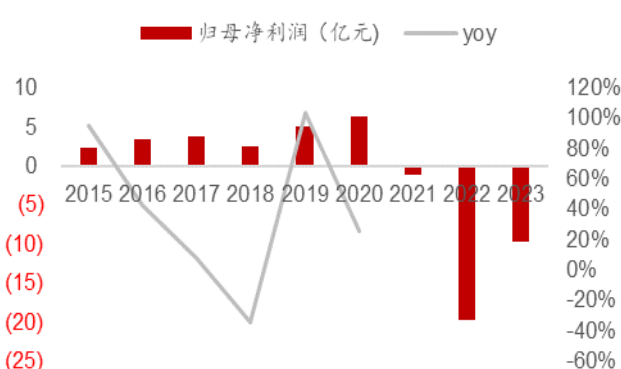
公司历史业绩快速增长，2024 前三季度实现扭亏为盈。疫情前，公司营业收入持续增长，2015-19 年，公司营业收入年均复合增长 31.8%，2019 年达到 54.1 亿元；2015-19 年归母净利润年均复合增长 20.0%，2019 年达到 5.0 亿元。2020-22 年受疫情冲击，公司收入和盈利遭受重创。2023 年以来，随着航空业修复，公司业绩呈现明显修复。2023 年，公司营业收入大幅修复至 51.5 亿元，接近 2019 年的水平，但仍归母净亏损 9.6 亿元。2024 年，公司业绩继续修复，前三季度营业收入达到 51.5 亿元，归母净利达到 3.1 亿元，实现扭亏为盈。

图 4：华夏航空营业收入（单位:亿元）



资料来源：公司财报、招商证券

图 5：华夏航空归母净利润（单位:亿元）



资料来源：公司财报、招商证券

2、机构运力购买+政府补贴加速支线航空市场培育和公司增长

从收入结构来看，公司客运业务收入占比在九成以上，是公司收入的主要来源；客运业务又可分为个人客户机票销售和机构客户运力购买两种业务模式：

1) 个人客户机票销售模式，指个人客户通过不同的渠道向公司购买机票。个人销售收入随市场销售情况而变化，具有弹性；

2) 机构客户运力购买模式，是支线航空领域运营的通常模式。目前公司的机构客户主要为各支线机场所在地的地方政府、机场经营机构等，他们与公司签订相关的协议，购买每个航班的客运运力。在实践中，该部分机票仍然由航空公司对外销售，机构客户与公司的结算基于运力购买应支付的总价格与航空公司销售实际金额之间的差额。机构客户购买运力还具体分为有限额模式和无限额模式：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。机构运力购买收入为公司提供一定的业绩托底。

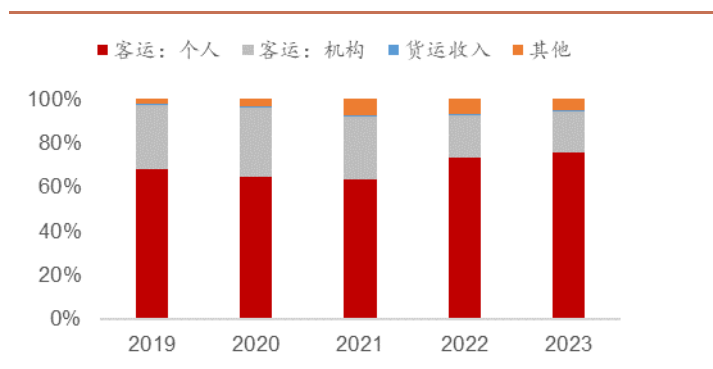
作为支线航空公司，机构运力购买占据公司收入重要位置，同时近年来个人销售占比提升。2019-23 年，公司机构运力购买收入占总收入比重从 29% 下降至 19%，个人销售收入占比从 68% 提升至 76%。结构变化原因主要是新开航线客流培育逐步走向成熟，公司对机构客户依赖下降，收入结构逐步更加市场化。展望未来，一方面机构运力购买模式有望加速支线市场培育、帮助公司开发新市场，另一方面个人销售业务有望贡献业绩弹性。

表 2：华夏航空客运收入模式

模式	收入占总收入(2023 年)	客户	细分模式
个人机票销售	76%	个人	
机构运力购买	19%	地方政府、机场	无限额模式：根据合同约定的收入总额，对客票销售差额进行完全补足
			有限额模式：以合同约定上限为支付的最高金额

资料来源：公司财报、招商证券

图 6：华夏航空收入构成



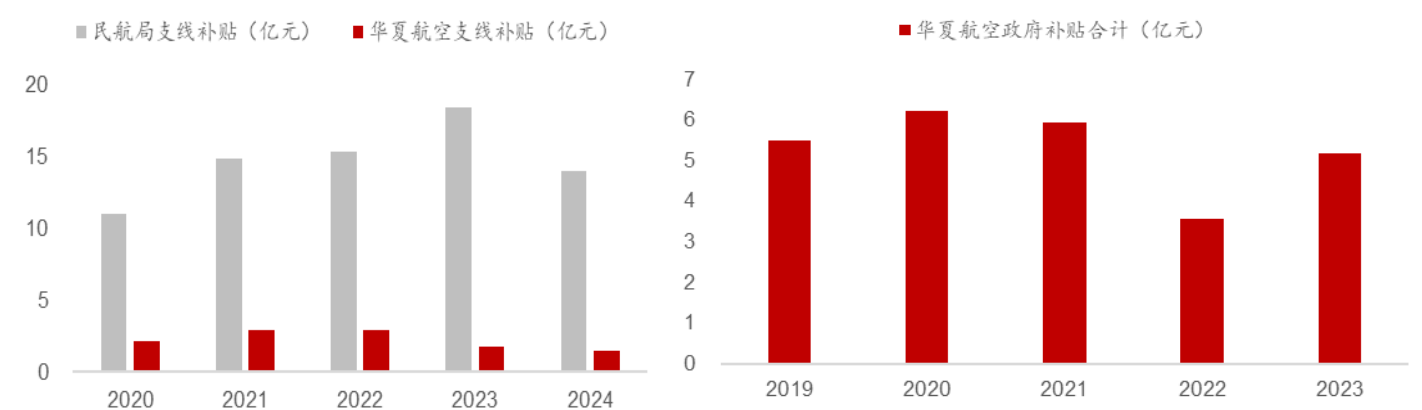
资料来源：公司财报、招商证券

民航局支线补贴和新疆等地方政府补贴也是公司快速发展的重要支撑。除了收入端机构客户运力购买收入外，公司在其他收益中计入政府补贴，同样对公司业绩形成托底。2023 年，公司其他收益 5.3 亿元，约为公司收入的 10%；其中政府补贴 5.2 亿元。公司的政府补贴包括民航局支线补贴和地方政府补贴：

- 1) 民航局支线补贴：民航局支线补贴来自于民航发展基金，支线补贴主要集中在西南、新疆、华北地区，这些地区也是支线航线最为集中的地区。民航局补贴相对较为稳定，持续性较好。过去两年华夏航空所获补贴约占民航局支线补贴总额的 10%；
- 2) 地方政府补贴：公司的地方政府补贴主要来自于新疆及其他地方政府。

图 7：民航局支线补贴

图 8：公司政府补贴总额



资料来源：民航局网站、招商证券 *根据民航局旧补贴办法，此处 2024 年补贴实际为 2022 年 7 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日的补贴情况，2020-2023 年数据以此类推

资料来源：公司财报、招商证券

从政策端，支线航空补贴政策不断完善。民航局和发改委出台了较多关于支线航空在飞机引进、补贴和收费方面的支持政策，重点支持我国偏远地区发展支线航空事业，包括但不限于《支线航空补贴管理暂行办法》《关于修订民航中小机场补贴管理暂行办法的通知》《关于调整民航支线机型的通知》等。2024 年 1 月，财政部、民航局发布了《关于修订支线航空补贴管理暂行办法的通知》，对支线航空的补贴范围、补贴标准、补贴方式等作出了调整：1) 补贴范围更加聚焦于支线航空和边远地区；2) 将补贴跨省区航距从 600 公里放宽至 900 公里，更符合实际情况（根据航班管家统计，2023 年支线航班平均航距达 952 公里）；3) 统一补贴方式，所有符合规定的航线均按飞行小时核定补贴，补贴标准依据各机型的行业平均变动成本，按飞机类型（支线/非支线）和航段类型（连接高原机场/非高原机场）设置了 4 个类别，每小时补贴 0.5-1.2 万元不等。

新的补贴办法有助于推动支线航空市场进一步发展，有利于布局支线网络的航司。补贴新政聚焦边远地区，鼓励航空公司使用支线飞机经营支线航线，同时新办法体现出对通程航班的倾斜。在新办法下，如华夏航空这样在支线航空市场具备先发优势和网络优势的航司有望更加受益。

地方政府财政方面，由于公司机构客户较为分散，目前对于公司风险较为可控。考虑到在公司收入构成中，地方政府占据重要地位，市场一度担心地方政府财政状况或对公司业绩造成影响。根据公司财报，2023 年公司前五位客户销售占比合计 7.98%，公司收入来源呈现高度分散，因此预计单一地方政府的财政状况对公司影响较小。

中央大力支持地方政府化债、解决拖欠企业账款问题，公司坏账风险有望降低。2024 年 10 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于解决拖欠企业账款问题的意见》；财政部宣布“拟一次性增加较大规模债务限额，置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化解债务风险。”2023 年公司全年信用减值损失为 -0.92 亿元，主要为应收账款坏账损失；2024 年前三季度，公司信用减值损失冲回约 0.41 亿元。随着地方政府化债进度进行，地方政府财政有望改善，或利好公司应收账款回款和账龄缩短。

3、运营优化，单位成本有望持续下降

公司以先发优势提前布局，形成更匹配支线环境的运营能力。

在航线布局方面，由于公司进入支线航空领域较早，在各地布局和开设航线大都先于竞争对手，因此能够较早地确立自身的行业地位和用户口碑，从而在目标市场形成先发优势。特别是在部分三、四线城市客流相对有限的情况下，公司抢先进入这类城市的支线航空市场，能够较快形成航线布局、开辟独飞航线。

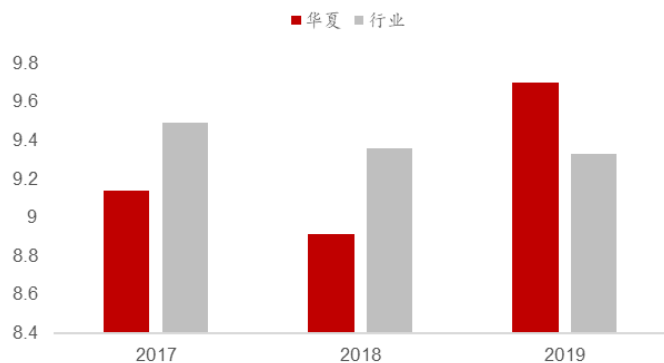
在机型配置上，公司选用 CRJ900 系列飞机、ARJ21 系列飞机和 A320 系列飞机作为主力运营机型。公司通过发挥不同机型的优势，在支线市场开发过程中，根据航线特点匹配更加合适的机型运营，如公司利用支线飞机航段成本低的特点进行支线市场开发与培育；利用 A320 机型较低的单座公里成本的特点，承接支线机型培育相对成熟的市场。

在营销网络方面，公司作为早期专门从事支线客货运输业务的航空公司，经过多年的精耕细作，形成了一整套针对支线市场的运营模式，并配套了相关的制度流程。公司针对支线航空的特点，逐步建立起遍及全国的三四线城市的营销网络，营销力量同步下沉，对终端市场进行直接开发。

在运行能力方面，公司在飞行技术安全管理、航空维修维护安全管理、客舱安全管理、地面运行保障安全管理等方面建立安全管理体系，从而在支线硬软件设施差，高频起降的严苛运行环境下，支撑了飞机较高日利用率。疫情前 2019 年，公司飞机利用率 9.7 小时，较行业平均水平高 0.4 小时。

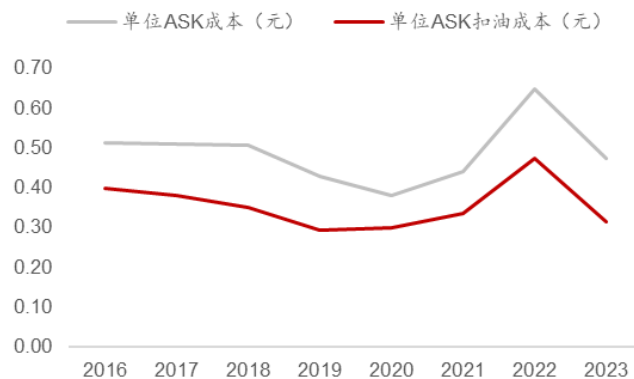
受益于公司综合运营能力，疫情前公司单位成本持续下降，未来两年有望随公司飞机利用率修复而下降。2019 年，公司单位 ASK 成本为 0.43 元，单位非油成本为 0.29 元。2020-2022 年受疫情和公司运力下滑影响，单位成本上升。2023 年以来，随着公司运力恢复以及飞机利用率修复，公司单位成本明显回落，2023 年公司单位非油成本 0.31 元，同比下降 34%，较 2019 年仍高 7%，主要由于公司飞机利用率还完全恢复至疫情前水平。2024Q3，公司单位成本同比下降 5%，较疫情前仍高 5%。预计 2025-26 年，随着公司利用率水平进一步修复，公司单位成本将逐步回落至疫情前水平乃至进一步降低。

图 9：公司疫情前飞机利用率



资料来源：公司公告、民航局、招商证券

图 10：公司单位成本



资料来源：公司财报、招商证券

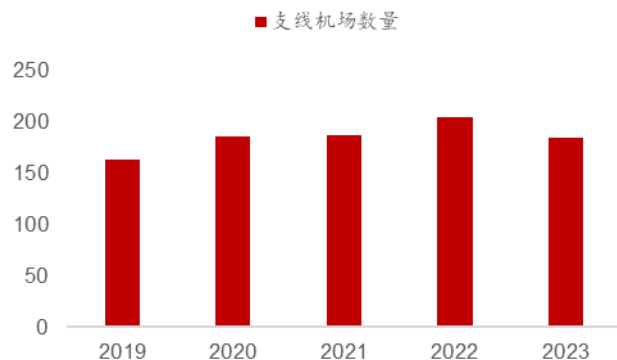
二、打造特色网络布局，错位竞争优势有望显现

1、支线航空市场广阔，行业景气度有望趋势向上

当前支线航空市场通达性仍有待提升。根据民航局及航班管家统计，2023 年支线机场旅客吞吐量 8872 万人，恢复至 2019 年 96%；2023 年支线航班占全国航班约 20%，但支线机场旅客吞吐量仅占全国境内机场旅客吞吐量的 7%。当前支线航空旅客占比偏低，我们认为原因是：1）支线航空需求分散。支线航空需求主要分布在西北、西南、东北、华北等中小城市，单个航点客流较低。2）我国支线航空通达性仍有待提升。2023 年，我国支线城市之间、支线城市至干线城市、干线城市之间的平均通达时间分别为 27.9 小时、16.0 小时、6.7 小时，支线通达时间与干线仍有较大差异。

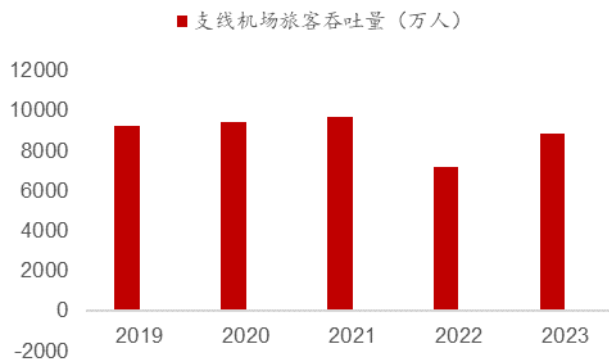
中长期看，随着基础建设完善，我国支线市场有望获得持续增长。根据民航局和航班管家统计，2023 年我国民航客运运输机场中，支线机场（年旅客吞吐量 200 万以下）185 座，占机场总量的 71%，较 2019 年净增 21 座，年均复合增长率达 3.1%。根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，2025 年全国机场数量预期超过 270 个，考虑到一二线城市机场建设基本完成，预计新增机场大部分为支线机场，支线机场资源将持续增长，机场网络布局将进一步完善，航空覆盖人群比例有望进一步提升。根据民航局《新时代民航强国建设行动纲要》，2035 年我国运输机场数量将达到 450 个左右，地面 100 公里覆盖所有县级行政单元，未来支线机场以及相应带来的客流增长空间广阔。

图 11: 中国支线机场数量



资料来源：民航局、航班管家、招商证券

图 12: 中国支线机场旅客吞吐量



资料来源：民航局、航班管家、招商证券

低线城市市场为支线航空带来发展机遇。根据民航局，2019 年中国人均乘机次数 0.47 次，低于世界平均水平的 0.87 次，更远低于美国的 2.48 次。我国未曾乘机出行过的人数超过 10 亿，绝大部分生活在中小城市。展望未来，一方面随着支线机场不断建设发展，支支、干支航线网络不断完善布局；另一方面，近年来民航市场下沉趋势明显，叠加“县域文旅热”兴起，支线航空有望迎来新的发展机遇。

从航空市场整体看，当前航空业正处于底部向上修复阶段，景气度修复可期。1) 供给端，全球飞机供应链紧张，对供给增长形成压制；飞机利用率已大幅提升，2025-26 年增长空间相对较小。2) 需求端，随着国际航班恢复、国际出行正常化，以及国内出行需求保持较快增长，行业供需关系有望持续改善、推动行业收益水平和盈利能力修复。

2、公司打造全国支线网络布局，形成错位竞争优势

公司拥有全国性、规模化的支线航空网络，全国市占率水平有所提升。根据 2024 年冬春航季计划，公司每周国内客运航班 3083 架次，较 2019 年冬春航季增长 27%；从市占率看，公司占全国国内客运航班量的 2.8%，较 2019 年冬春增长 0.1 个百分点；占全国国内支线客运航班量的 7.7%，较 2019 年冬春增长 0.3 个百分点。

表 3: 华夏航空计划航班量及全国占比

单位：架次/周	19 冬春	24 冬春	增长
华夏航空国内客运航班	2420	3083	27%
全国国内客运航班	89915	110019	22%
华夏占比	2.7%	2.8%	
全国国内支线客运航班	32808	39922	22%
华夏占比	7.4%	7.7%	

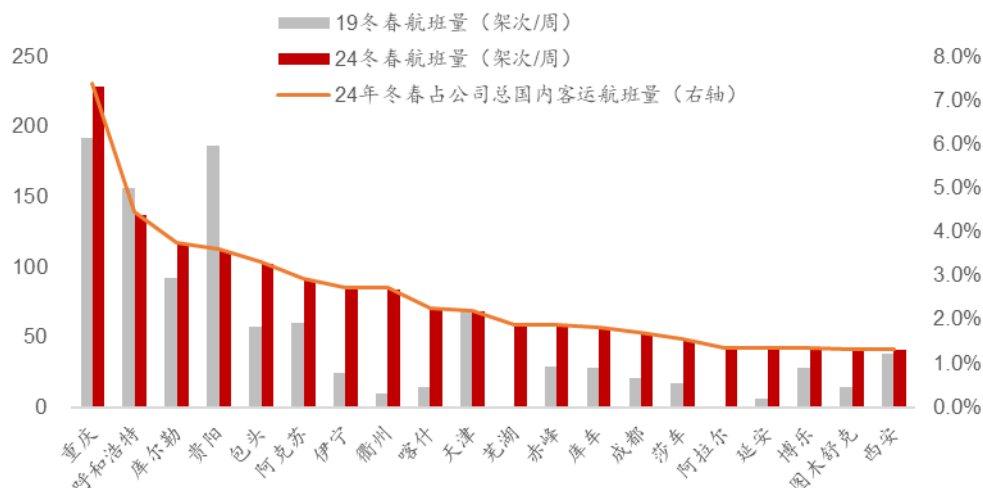
资料来源：pre-flight、航班管家、招商证券

从区域布局看，公司运力主要布局于西南、新疆、北部地区。考虑到支线航空特点，公司运力布局较为分散。根据 2024 年冬春航季计划，公司前五大运力投放地分别为重庆、呼和浩特、库尔勒、贵阳、包头，分别占公司国内客运总航班量的 7.4%、4.4%、3.8%、3.6%、3.3%；前十大运力投放地占公司总航班量的 35%；

前二十大运力投放地占公司总航班量的 51%。

从运力增长地区看，公司在新疆、华东地区明显增长，西南地区有增有减。新疆方面，24 年冬春库尔勒、阿克苏、伊宁、喀什计划航班量较 19 年冬春分别增长 26%、50%、250%、400%。华东方面，衢州从 19 年冬春的每周 10 架次增长至 24 年冬春的 84 架次，芜湖从 0 架次增长至 58 架次。西南方面，贵阳航班量较 19 年下降 40%，重庆增长 19%；随着天府机场投产，公司在成都航班量较 19 年冬春增长 148%（双流+天府合计）。

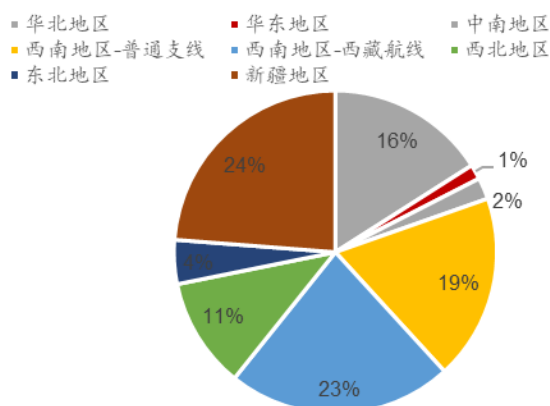
图 13：华夏航空前二十大运力投放地



资料来源：pre-flight、航班管家、招商证券

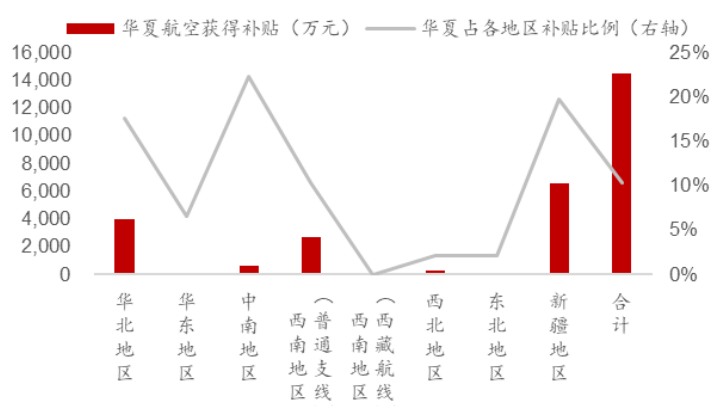
公司主要运力投放地区与支线航空重点补贴区域高度重合。根据民航局 2024 年支线航空补贴预算方案，新疆、西南（西藏航线）、西南（普通支线）、华北、西北是民航局补贴重点地区，分别占补贴总额的 24%、23%、19%、16%、11%，而这些地区大多是公司重点发展地区。从公司获得各地区支线补贴比例看：公司获得新疆支线补贴的 20%，仅次于南航（占比 49%）；获得西南（普通支线）补贴的 10%；获得华北补贴的 18%。

图 14：2024 年民航局支线补贴各区域占比



资料来源：民航局、招商证券

图 15：2024 年华夏航空获得支线补贴占各地区补贴比例



资料来源：民航局、招商证券

从各地区航线运营模式看，公司在西部地区以省内环串飞模式为主；近几年通过与地方政府深度合作，持续拓展东部地区；通过干支结合通程，增强东西串联。

（1）西部市场：支线市场快速增长，补贴政策培育

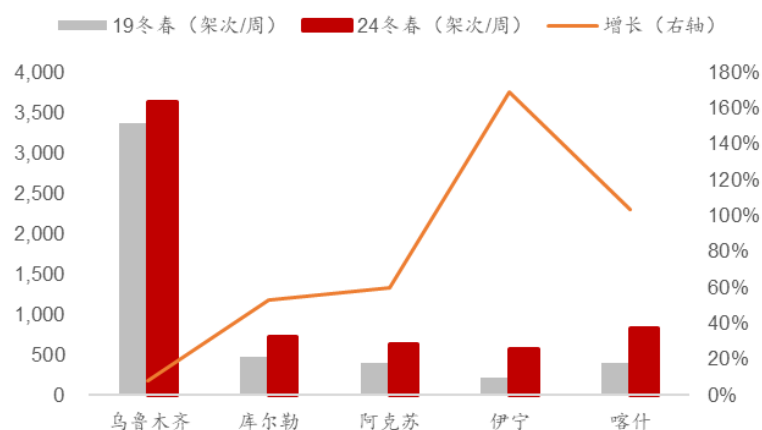
西部地区普遍地面交通不如东部地区发达，公司采用省内环串飞模式，打造最适合我国西部地区的支线网络。以新疆为例，南航是新疆占有率最高的干线航司，以乌鲁木齐机场为中心呈放射状，采用往返对飞的形式，适用于集中的出行需求。另一方面，由于新疆内地面交通（尤其是高铁）不如东部地区发达，支线航空具有广大发展基础。截至 2023 年，新疆机场数量达 25 个。针对新疆地区特殊市场情况，华夏航空在新疆市场采用“串飞+环飞”的方式汇集离散的出行需求，打造区域次枢纽，进行集中分发并接入干线网络。

新疆支线机场市场快速增长，公司积极布局库尔勒、阿克苏、伊宁、喀什等基地。根据 2024 年冬春航季计划，乌鲁木齐国内客运航班量相较 19 年冬春增长 8%，以南航、海航等航司为主，其中南航占乌鲁木齐航班量约 41%，华夏航空在乌鲁木齐无国内航班计划。相应的，在新疆其他主要支线机场：

- （1） 库尔勒：24 年冬春库尔勒国内客运航班总量较 19 年冬春增长 53%；华夏航空在库尔勒市占率达到 32%，位列第一；
- （2） 阿克苏：24 年冬春阿克苏国内客运航班总量较 19 年冬春增长 60%；华夏航空在阿克苏市占率达到 28%，位列第一；
- （3） 伊宁：24 年冬春伊宁国内客运航班总量较 19 年冬春增长 169%；华夏航空在伊宁市占率达到 29%，位列第一；
- （4） 喀什：24 年冬春喀什国内客运航班总量较 19 年冬春增长 103%；华夏航空在喀什市占率达到 17%，位列第二，次于南航。

可以看出，华夏航空所重点布局的新疆支线航空市场增长快于乌鲁木齐干线市场，且公司在新疆支线市场市占率保持较高水平。

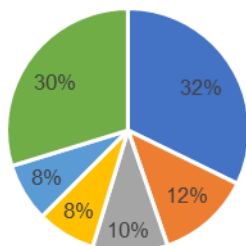
图 16：新疆主要机场航班量增速



资料来源：pre-flight、航班管家、招商证券

图 17: 24 年冬春航季库尔勒主要航司市占率

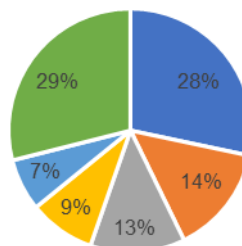
■ 华夏 ■ 南航 ■ 成都航空 ■ 西部航空 ■ 国航 ■ 其他



资料来源: pre-flight、航班管家、招商证券

图 18: 24 年冬春航季阿克苏主要航司市占率

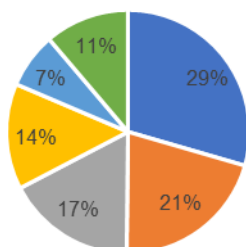
■ 华夏 ■ 南航 ■ 成都航空 ■ 国航 ■ 长龙 ■ 其他



资料来源: pre-flight、航班管家、招商证券

图 19: 24 年冬春航季伊宁主要航司市占率

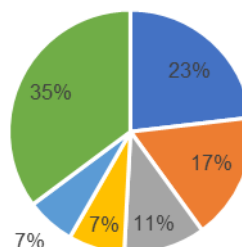
■ 华夏 ■ 成都航空 ■ 南航 ■ 春秋 ■ 国航 ■ 其他



资料来源: pre-flight、航班管家、招商证券

图 20: 24 年冬春航季喀什主要航司市占率

■ 南航 ■ 华夏 ■ 成都航空 ■ 国航 ■ 东航 ■ 其他



资料来源: pre-flight、航班管家、招商证券

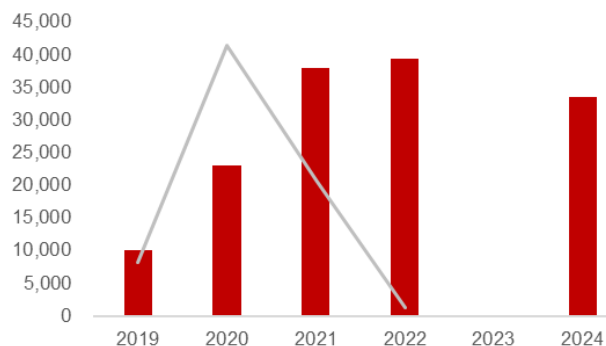
此外,新疆是支线补贴的重点区域,历史补贴金额显著增长,公司有望持续受益。

2024 年民航局新疆地区支线补贴达 3.34 亿元, 2019-24 年年均复合增长 27%,

占民航局支线补贴的比例从 2019 年的 12%提升至 2024 年的 24%。

图 21: 民航局新疆支线补贴及增长

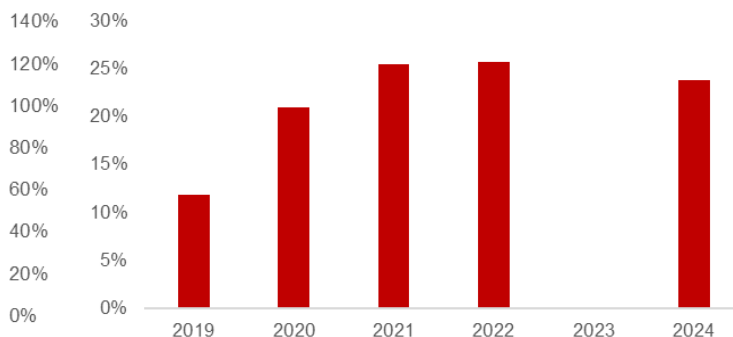
■ 民航局新疆支线补贴 (万元) — yoy



资料来源: 民航局、招商证券*2023 年数据民航局未披露

图 22: 民航局新疆支线补贴占补贴总额比例

■ 新疆支线补贴占民航局总补贴比例

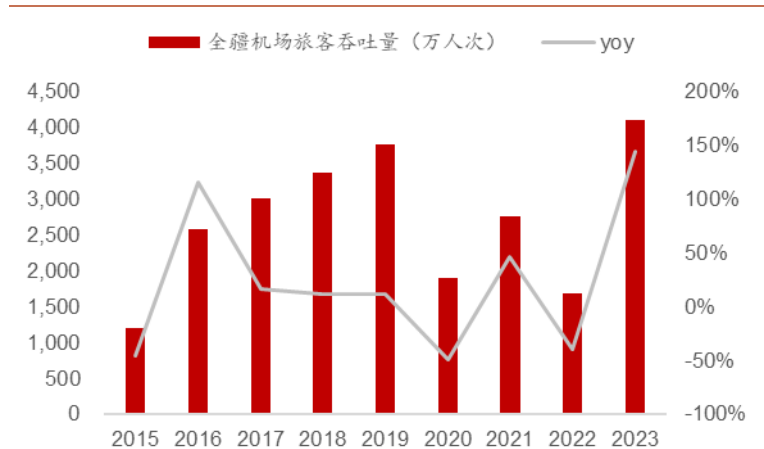


资料来源: 民航局、招商证券*2023 年数据民航局未披露

受益于政策支持、供给增长,以及出行需求提升,新疆民航旅客量持续增长。根据民航局数据,疫情前 2014-19 年全疆机场旅客吞吐量年均复合增长 11%,至

2019 年达到 3758 万人次。2023 年，新疆民航市场从疫情中快速修复，当年全疆机场旅客吞吐量达到 4095 万人次，较 2019 年增长 9%。展望未来，伴随着新疆基础设施不断完善、国内游兴起，新疆有望迎来民航旅客的持续增长。

图 23：新疆机场旅客吞吐量及增长



资料来源：Wind、民航局、招商证券

2020 年底，公司进入云南市场，是环串飞模式在西部支线市场的复制，公司打造德宏为区域次枢纽，同样采用“串飞+环飞”的方式汇集离散的出行需求，再接入干线网络，进行集中分发。

（2）东部市场：东西串联、航网赋能

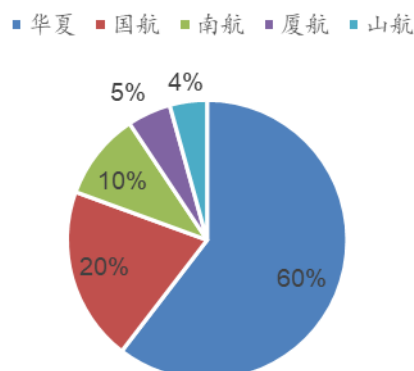
在地面交通发达的东部区域，公司通过与地方政府深度合作，打造区域航空枢纽，实现东西串联。东部尤其是华东南地区，地面交通发达，公司在西部地区的省内环飞模式并不适用。与此同时，东西部地区之间航空网络连结较少，东部地区支线市场与中西部地区的支线市场有待串联。在此背景下，公司通过与地方政府深度合作，打造东部区域枢纽，拓展东部市场。

衢州是公司在东部地区打造的模式代表。衢州位于四省交界（浙江、江西、福建、安徽），2020 年成为浙江省交通强国建设试点单位，加快构建公铁空水为一体的现代综合交通网络体系。2020 年，公司与衢州政府达成战略合作，为衢州打造四省边际枢纽的网络结构，开通了 6 条跨省航线，包括衢州=成都、衢州=重庆、衢州=西安、衢州=贵阳、衢州=武汉、衢州=珠海；以衢州为区域枢纽，连接中西部主要城市，大幅提高了衢州及周边中小城市前往中西部的便利性。截至 2024 年冬春航季，衢州计划国内客运航班量 278 架次/周，较 19 年冬春增长 223%，实现了高速发展。从市占率角度看，衢州机场以华夏航空、国航系、南航系航司为主，24 年冬春航季华夏航空市占率 60%。2021 年底，公司复制衢州的成功经验，与芜湖政府开展深度战略合作，为其打造区域航空枢纽。截至 2024 年冬春航季，华夏航空在芜湖市占率达 41%。

未来公司有望继续推进该模式在东部区域的复制，以打造东部次枢纽群，实现东

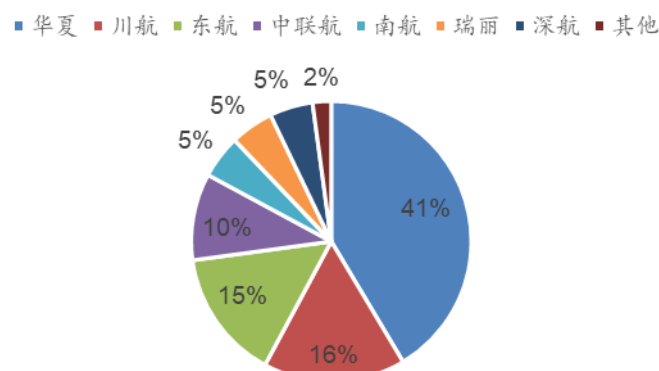
西串联的网络结构。截至 2024 年冬春航季，衢州和芜湖市场国内客运航班量占公司国内客运航班总量的 2.7%和 1.9%。

图 24：24 年冬春航季衢州主要航司市占率



资料来源：pre-flight、航班管家、招商证券

图 25：24 年冬春航季芜湖主要航司市占率

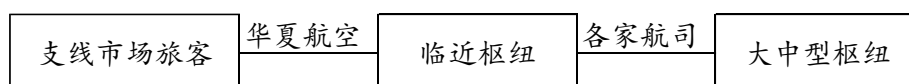


资料来源：pre-flight、航班管家、招商证券

（3）通程模式占比不断提高

公司有望通过通程业务触及更广泛客源，形成错位竞争优势。通程航班，指航司之间通过合作，向旅客提供一次支付、一次值机、一次安检、行李直挂、无忧中转，必要时协助提供住宿等全流程服务的中转航班。考虑到中国支线市场分散、干线市场时刻紧张的现状，公司通过通程航班实现干支结合，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，从而能将触角伸至干线航空所无法企及的众多地区，在干线航空网络之外形成错位竞争的优势。

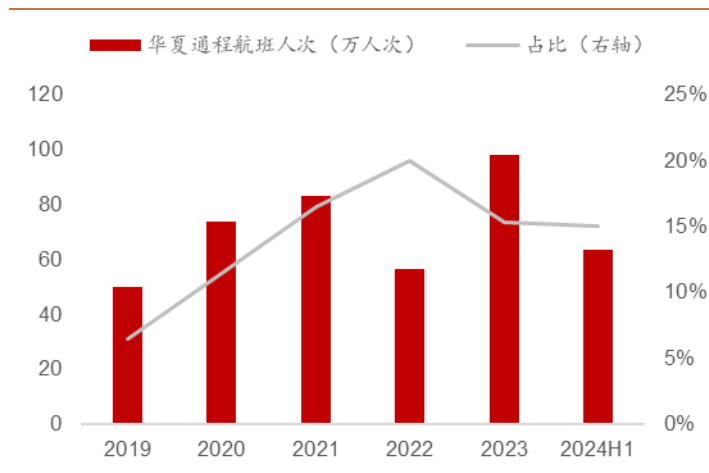
图 26：通程航班模式



资料来源：公司资料、招商证券

公司通程业务量快速增长，占比显著提升。2023 年，公司通程旅客量达 98 万人次，2019-23 年年均复合增长 18%。截至 2024 年上半年，公司通程承运人次占总承运人次的比例为 15%，较 2019 年提升了 9 个百分点。分地区来看：2024H1，公司新疆枢纽通程承运人次占新疆区域总承运人次的比例为 24.47%；西南枢纽通程承运人次占西南区域总承运人次的比例为 12.23%；东南枢纽通程承运人次占东南区域总承运人次的比例为 14.14%。

图 27：华夏航空通程旅客及占比



资料来源：公司财报、招商证券

三、盈利预测与投资建议

1、盈利预测

预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 4.3、8.1、10.7 亿元。基于假设：

- 1) 预计公司 2024-26 年 ASK 分别同比增长 33%、20%、10%。公司 ASK 增长主要由于一方面公司持续引进飞机运力，另一方面预计公司飞机利用小时数持续修复；
- 2) 预计公司 2024-26 年客座率分别为 79%、81%、81%，呈现修复并稳定的趋势；
- 3) 预计公司 2024-26 年客公里收益分别同比-4%、+1%、+0%，主要考虑到行业整体票价明年有望随供需关系向好而转暖；
- 4) 假设 2024-26 年航空煤油价格分别同比-6%、-8%、-10%；暂不对人民币汇率做变动假设。
- 5) 2024Q1-3，公司录得其他收益（以政府补贴为主）同比增长 191%，一方面是公司运力投放大幅修复，另一方面是受益于新航线补贴政策。预计 2024-26 年其他收益分别为 11.0/11.6/12.2 亿元，随公司运量增长保持增长。
- 6) 根据公司公告，预计今年将完成出售子公司华夏教育，预计将于 24Q4 录得资产处置收益。

表 4：公司盈利预测主要假设

	2023	2024E	2025E	2026E
ASK（百万）	11617	15455	18525	20378
yoy	93%	33%	20%	10%
客座率	75.4%	79.4%	80.5%	81.0%

	2023	2024E	2025E	2026E
客公里收益（元）	0.56	0.54	0.54	0.54

资料来源：公司财报、招商证券

表 5：公司收入及毛利率预测

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
客运收入	4868	6573	8071	8933
货运收入	11	15	17	19
其他收入	273	188	162	179
总营业收入	5151	6775	8250	9131
毛利率	-7.0%	4.0%	12.2%	14.7%

资料来源：公司财报、招商证券

表 6：公司利润预测表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2643	5151	6775	8250	9131
营业成本	3898	5513	6504	7241	7793
营业税金及附加	14	16	22	27	30
营业费用	179	239	294	358	396
管理费用	240	267	244	298	329
研发费用	21	23	4	5	5
财务费用	837	593	514	527	540
资产减值损失	-150	-107	193	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	360	528	1102	1157	1215
投资收益	-6	1	-1	0	0
营业利润	-2341	-1078	486	952	1251
营业外收入	2	5	8	8	8
营业外支出	6	28	4	4	4
利润总额	-2345	-1100	490	956	1255
所得税	-370	-135	65	143	188
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	-1974	-965	426	812	1067

资料来源：公司财报、招商证券

2、投资建议

我们认为公司短期将受益于：1）航空业的修复和增长；2）随着利用率修复，单位成本有望下降，公司业绩弹性有望显现；3）补贴政策利好增厚公司业绩。中长期看，公司作为专注于支线市场的优秀民营航司，随着全国支线机场进一步建设完善，以及考虑到广阔的低线城市潜在旅客增长空间，公司有望通过特色网络布局获得错位竞争优势。首次覆盖给予公司“增持”投资评级。

表 7：可比公司估值

代码	公司	市值 (十亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E			P/B(MRQ)
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
601111.SH	中国国航	108	-10.5	0.9	35.3	-103.4	1229.1	30.6	3.1
600029.SH	南方航空	98	-42.1	-5.0	35.6	-23.2	-195.0	27.4	2.9
601021.SH	春秋航空	55	22.6	24.7	30.4	24.6	22.5	18.2	3.1
603885.SH	吉祥航空	30	7.5	11.9	16.6	39.5	25.0	17.9	3.2
002928.SZ	华夏航空	11	-9.7	4.3	8.1	-11.9	26.9	14.1	3.4

资料来源：Wind、招商证券预测

3、风险提示

宏观经济增长不及预期：航空需求增长与宏观经济增长相关，若宏观经济增长不及预期，人们可支配收入预期下降，则航空需求或不及预期。

政府补贴不及预期：由于公司的运营模式，公司盈利与政府补贴相关度较大，若政府补贴不及预期，则公司业绩直接受到影响。

运力增长不及预期：若公司运力恢复不及预期，则公司拓展市场和旅客量增长将受到直接影响；

油价大幅上升、人民币大幅贬值：油价和汇率大幅波动将直接影响航司利润表现。

应收账款风险：公司业务模式较为依赖机构运力购买和补贴，应收账款存在坏账风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4127	4076	4311	4949	5733
现金	1789	1920	1527	1606	2049
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	27	4	6	7	8
应收款项	843	895	1177	1434	1587
其它应收款	1046	698	918	1118	1237
存货	172	194	228	254	274
其他	249	365	455	530	579
非流动资产	13369	14103	14224	14360	14506
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产	2654	3012	3341	3647	3930
无形资产商誉	187	178	160	144	130
其他	10527	10911	10720	10567	10445
资产总计	17496	18179	18535	19309	20239
流动负债	4707	5752	5682	5729	5755
短期借款	2187	2077	1960	1921	1882
应付账款	547	571	673	750	807
预收账款	36	66	78	87	94
其他	1937	3038	2971	2971	2972
长期负债	8736	9340	9340	9340	9340
长期借款	1543	1783	1783	1783	1783
其他	7193	7556	7556	7556	7556
负债合计	13443	15092	15022	15068	15094
股本	1278	1278	1278	1278	1278
资本公积金	3246	3246	3246	3246	3246
留存收益	(471)	(1436)	(1011)	(283)	621
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4052	3088	3513	4240	5145
负债及权益合计	17496	18179	18535	19309	20239

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	317	1322	(239)	128	525
净利润	(1974)	(965)	426	812	1067
折旧摊销	252	286	433	417	408
财务费用	864	593	514	527	540
投资收益	6	(1)	(1101)	(1157)	(1215)
营运资金变动	1555	1576	(520)	(480)	(281)
其它	(387)	(167)	10	8	6
投资活动现金流	(307)	(541)	546	601	659
资本支出	(352)	(541)	(556)	(556)	(556)
其他投资	45	0	1101	1157	1215
筹资活动现金流	274	(736)	(699)	(652)	(741)
借款变动	(2227)	(507)	(185)	(39)	(38)
普通股增加	265	0	0	0	0
资本公积增加	2145	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(85)	(162)
其他	92	(229)	(514)	(527)	(540)
现金净增加额	284	45	(393)	78	443

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2643	5151	6775	8250	9131
营业成本	3898	5513	6504	7241	7793
营业税金及附加	14	16	22	27	30
营业费用	179	239	294	358	396
管理费用	240	267	244	298	329
研发费用	21	23	4	5	5
财务费用	837	593	514	527	540
资产减值损失	(150)	(107)	193	0	0
公允价值变动收益	(0)	(0)	0	0	0
其他收益	360	528	1102	1157	1215
投资收益	(6)	1	(1)	0	0
营业利润	(2341)	(1078)	486	952	1251
营业外收入	2	5	8	8	8
营业外支出	6	28	4	4	4
利润总额	(2345)	(1100)	490	956	1255
所得税	(370)	(135)	65	143	188
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(1974)	(965)	426	812	1067

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-33%	95%	32%	22%	11%
营业利润	n.a.	n.a.	n.a.	96%	31%
归母净利润	n.a.	n.a.	n.a.	91%	31%
获利能力					
毛利率	-47.5%	-7.0%	4.0%	12.2%	14.7%
净利率	-74.7%	-18.7%	6.3%	9.8%	11.7%
ROE	-51.5%	-27.0%	12.9%	21.0%	22.7%
ROIC	-13.8%	-4.5%	9.0%	12.4%	14.0%
偿债能力					
资产负债率	76.8%	83.0%	81.0%	78.0%	74.6%
净负债比率	30.2%	35.4%	33.7%	32.1%	30.5%
流动比率	0.9	0.7	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	25.0	30.1	30.8	30.0	29.5
应收账款周转率	2.6	5.8	6.5	6.3	6.0
应付账款周转率	7.8	9.9	10.5	10.2	10.0
每股资料(元)					
EPS	-1.54	-0.75	0.33	0.64	0.83
每股经营净现金	0.25	1.03	-0.19	0.10	0.41
每股净资产	3.17	2.42	2.75	3.32	4.03
每股股利	0.00	0.00	0.07	0.13	0.17
估值比率					
PE	-5.8	-11.9	26.9	14.1	10.7
PB	2.8	3.7	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	-18.1	-84.9	17.0	12.9	11.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。