

2024 年盈利落于预告上沿，运力投放稳步恢复

2025 年 04 月 29 日

► **2025 年 4 月 25 日公司发布 2024 年年报：**2024 年公司营业收入 67.0 亿元，同比+30%，归母净利 2.7 亿元（上年同期归母净亏 9.6 亿元），落于业绩预告上沿（公司预告 2024 年归母净利 2.0-2.8 亿元），扣非归母净利 1.1 亿元（上年同期扣非归母净亏 9.6 亿元）；4Q24 公司营业收入 15.4 亿元，同比+19%，归母净亏 0.4 亿元（4Q23 归母净亏 2.7 亿元），扣非归母净亏 1.8 亿元（4Q23 扣非归母净亏 2.6 亿元）。**公司发布 2025 年一季报：**1Q25 公司营业收入 17.7 亿元，同比+10%，归母净利 0.82 亿元（1Q24 为 0.25 亿元），扣非归母净利 0.76 亿元（1Q24 为 0.15 亿元）。

► **运力投放增长对冲价格下行，支线补贴入账、处置资产收益助力公司 2024 年扭亏。**运力修复对冲价格下行影响：2024 年公司客公里收益同比-7.5%，但公司运力瓶颈逐渐缓解，2024 年公司可用座公里数同比+33%。分季度看，4Q24、1Q25 公司可用座公里数同比+27%、+23%，我们预计机队数量增长、飞行利用率恢复带动下，2025 年公司运力仍将延续同比增长。**一次性事项助力公司 2024 年扭亏为盈：**1) 2025 年 1 月 16 日公司公告收到民航局补贴 1.94 亿元，系 2023 年下半年公司生产经营相关的补贴；2) 2025 年 1 月 2 日公司公告出售子公司华夏教育 100%股权，确认 1.49 亿元计入非经常性收益。

► **收入结构稳健，机构运力购买收入有助于缓解价格下行压力。**2024 年公司个人/机构分销收入 50.7/14.6 亿元，占客运收入 78%/22%，政府航线补贴在客运收入中的占比稳定（2021-2023 年机构分销收入占比为 31%、21%、20%），我们认为公司收入结构中旅客购票收入占比的提升反映了公司所运营航线的需求趋于成熟。此外，在行业价格承压的环境下机构运力购买对公司客运收入形成补充，对公司价格端形成支撑。

► **积极调整运力投放结构，支线补贴新规下公司或持续受益单位运力补贴水平提升。**2023 年底民航局更新支线航空补贴管理办法，加大对偏远区域连接航线的补贴标准，公司加大对偏远地区、革命老区等区域的运力投放，符合补贴范围的航段运力占比提升 4.4pcts。2024 年公司单位运力其他收益提升至 0.084 元（前高为 2021 年 0.068 元），1Q25 公司单位运力其他收益达 0.083 元，受益于单位运力其他收益的增加，我们预计公司盈利能力将持续提升。

► **投资建议：**我们看好支线市场增长潜力和公司在国内支线航线领域的先发优势，行业降价环境下政府运力购买模式对公司价格端形成一定支撑。我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 6.2/7.8/10.6 亿元，当前华夏航空股价对应 2025/2026/2027 年 15/12/9 倍市盈率。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**宏观经济复苏不及预期；油价大幅上涨；人民币汇率波动；飞行安全事件。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6,696	7,415	8,334	8,991
增长率 (%)	30.0	10.7	12.4	7.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	268	615	782	1,061
增长率 (%)	127.8	129.3	27.2	35.7
每股收益 (元)	0.21	0.48	0.61	0.83
PE	36	15	12	9
PB	2.8	2.4	2.0	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

7.45 元



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@mszq.com

分析师 张骁瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,696	7,415	8,334	8,991
营业成本	6,578	6,775	7,407	7,764
营业税金及附加	20	22	25	27
销售费用	296	334	375	405
管理费用	259	260	292	315
研发费用	11	15	17	18
EBIT	834	1,302	1,523	1,870
财务费用	634	594	620	639
资产减值损失	-2	-9	-10	-10
投资收益	148	15	17	18
营业利润	374	713	910	1,238
营业外收支	-2	10	10	10
利润总额	372	723	920	1,248
所得税	104	108	138	187
净利润	268	615	782	1,061
归属于母公司净利润	268	615	782	1,061
EBITDA	2,282	2,810	3,152	3,619

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,659	2,087	2,209	2,730
应收账款及票据	1,035	1,067	1,136	1,225
预付款项	172	169	185	194
存货	236	217	237	248
其他流动资产	2,077	2,008	2,212	2,234
流动资产合计	5,181	5,549	5,979	6,631
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	2,638	3,169	3,689	4,202
无形资产	101	101	101	101
非流动资产合计	15,518	16,504	17,498	18,492
资产合计	20,698	22,052	23,477	25,124
短期借款	2,579	2,881	2,881	2,881
应付账款及票据	736	715	782	820
其他流动负债	2,956	3,287	3,363	3,410
流动负债合计	6,271	6,883	7,026	7,111
长期借款	1,939	1,753	1,753	1,753
其他长期负债	9,130	9,443	9,943	10,443
非流动负债合计	11,069	11,197	11,697	12,197
负债合计	17,340	18,080	18,723	19,308
股本	1,278	1,278	1,278	1,278
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,358	3,973	4,755	5,816
负债和股东权益合计	20,698	22,052	23,477	25,124

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.98	10.75	12.39	7.88
EBIT 增长率	272.26	56.09	17.02	22.78
净利润增长率	127.77	129.34	27.25	35.68
盈利能力 (%)				
毛利率	1.76	8.64	11.12	13.65
净利率	4.00	8.29	9.38	11.80
总资产收益率 ROA	1.29	2.79	3.33	4.22
净资产收益率 ROE	7.98	15.47	16.45	18.24
偿债能力				
流动比率	0.83	0.81	0.85	0.93
速动比率	0.71	0.70	0.74	0.82
现金比率	0.26	0.30	0.31	0.38
资产负债率 (%)	83.78	81.99	79.75	76.85
经营效率				
应收账款周转天数	51.66	50.66	47.29	46.97
存货周转天数	11.76	12.03	11.03	11.26
总资产周转率	0.34	0.35	0.37	0.37
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.48	0.61	0.83
每股净资产	2.63	3.11	3.72	4.55
每股经营现金流	1.42	2.11	2.24	2.66
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	36	15	12	9
PB	2.8	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	10.00	8.12	7.24	6.30
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	268	615	782	1,061
折旧和摊销	1,448	1,508	1,629	1,749
营运资金变动	-436	-5	-205	-87
经营活动现金流	1,810	2,696	2,863	3,402
资本开支	-181	-858	-896	-936
投资	271	0	0	0
投资活动现金流	90	-843	-879	-918
股权募资	13	0	0	0
债务募资	-121	481	0	0
筹资活动现金流	-2,168	-1,425	-1,862	-1,963
现金净流量	-262	428	122	521

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048