

2025 年 05 月 30 日

海航控股 (600221.SH)

投资评级：买入（首次）

——经营改善释放业绩潜力，第四大航价值重塑

投资要点：

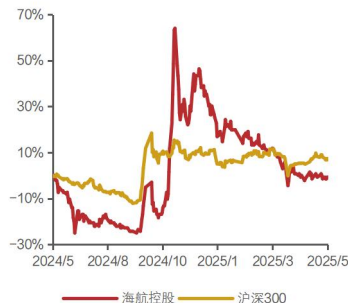
证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 05 月 30 日

收盘价 (元) 1.35
一年内最高/最低 (元) 2.44/1.00
总市值 (百万元) 58,341.10
流通市值 (百万元) 44,876.87
总股本 (百万股) 43,215.63
资产负债率 (%) 98.75
每股净资产 (元/股) 0.06

资料来源：聚源数据

- **重整易主再启航，新旧交替重定价。**公司是国内第四大航空公司，2019 年以前，公司高速扩张、以杠杆换取资源，引发流动性危机，2021 年破产重整后、公司控股权移交辽宁方大集团。新股东着力提升经营效率，充分利用公司既有业务布局与资源，在航空上行周期中，公司业绩不断修复，并有望发挥区别于其他航司的弹性：公司经营租赁机队占比显著高于同行、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；区位优势使公司充分受益于海南自贸港发展红利。
- **第四大航空集团，资源禀赋先发壁垒。**2025 年公司夏航季时刻份额 7.9%；其中北上广深份额分别达 8.7%、2.5%、7.2%、9.7%。截至 2024 年末，公司机队规模 348 架，占行业机队 8.4%；其中宽体机 69 架，比例远高于其他航司，达 19.8%。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，具有强大协同效应。
- **产能利用、票价双高，经营改善驱动增利。**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。2025 年 1-4 月，公司旅客量 2305.6 万，同比+5.3%，RPK 同比+12.5%；其中国际旅客量 130.3 万，同比+78.3%；公司旅客量市场份额达 9.3%，高于时刻与机队份额；客座率达 83%，同比+0.64pcts。2023 年公司飞机日利用率 7 年来首次高于行业平均；2024 年进一步提升，达 9.34 小时，较行业平均高出 0.45 小时。2025Q1，公司单位客收达 0.53 元，位列行业第三、达到“三大航”水平，在上市航司中，相对 2019 年同期涨幅最高。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 27.17/44.91/56.84 亿元，同比增速分别为 -/65.31%/26.56%。参考中国国航、吉祥航空等可比公司 2025-2027 平均估值（25x/15x/12x），公司 PE 分别为 21x/13x/10x，我们预计行业供需反转在即，鉴于公司处于业绩修复初期，经营效率提升下，有望充分发挥先发资源优势及自贸港区区位优势，利润弹性空间可期，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**人民币汇率波动，油价上涨，出行需求不及预期，债务扩大。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	58,641	65,236	72,162	81,204	92,311
同比增长率 (%)	156.48%	11.25%	10.62%	12.53%	13.68%
归母净利润（百万元）	311	-921	2,717	4,491	5,684
同比增长率 (%)	101.54%	-396.35%	394.92%	65.31%	26.56%
每股收益（元/股）	0.01	-0.02	0.06	0.10	0.13
ROE (%)	13.46%	-40.53%	54.45%	47.37%	37.48%
市盈率 (P/E)	187.68	-63.33	21.47	12.99	10.26

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,500	8,659	9,745	11,077
应收票据及账款	3,628	3,668	4,159	4,775
预付账款	1,395	1,543	1,736	1,974
其他应收款	8,689	8,650	7,787	7,082
存货	2,152	2,201	2,470	2,791
其他流动资产	2,319	2,522	2,787	3,112
流动资产总计	29,683	27,244	28,684	30,812
长期股权投资	14	17	20	23
固定资产	76,901	69,428	62,382	55,774
在建工程	4,990	5,777	6,153	6,134
无形资产	1,503	1,359	1,215	1,072
长期待摊费用	863	695	481	233
其他非流动资产	27,752	27,802	27,902	28,002
非流动资产合计	112,024	105,078	98,154	91,238
资产总计	141,707	132,322	126,839	122,050
短期借款	2,009	4,769	8,636	9,682
应付票据及账款	15,667	18,560	20,828	23,535
其他流动负债	18,806	19,878	22,260	25,215
流动负债合计	36,482	43,208	51,724	58,431
长期借款	90,299	71,657	53,456	35,944
其他非流动负债	13,384	13,235	13,100	12,979
非流动负债合计	103,684	84,892	66,556	48,922
负债合计	140,166	128,099	118,280	107,354
股本	43,216	43,216	43,216	43,216
资本公积	39,411	39,411	39,411	39,411
留存收益	-80,354	-77,637	-73,146	-67,462
归属母公司权益	2,273	4,990	9,481	15,164
少数股东权益	-732	-767	-922	-468
股东权益合计	1,541	4,223	8,558	14,696
负债和股东权益合计	141,707	132,322	126,839	122,050

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	-1,264	302	1,767	3,458
折旧与摊销	10,428	10,228	10,527	10,899
财务费用	5,160	3,975	3,243	2,494
投资损失	-54	-138	-126	-106
营运资金变动	-86	3,564	4,294	4,867
其他经营现金流	-50	2,505	2,704	2,913
经营性现金净流量	14,133	20,436	22,409	24,525
投资性现金净流量	-606	-3,270	-3,612	-4,110
筹资性现金净流量	-13,973	-20,006	-17,712	-19,082
现金流量净额	-460	-2,840	1,085	1,333

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	65,236	72,162	81,204	92,311
营业成本	60,387	64,411	72,280	81,674
税金及附加	169	187	210	239
销售费用	2,057	2,276	2,561	2,911
管理费用	1,156	1,279	1,439	1,636
研发费用	36	40	45	52
财务费用	5,160	3,975	3,243	2,494
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	406	322	434	453
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	54	138	126	106
公允价值变动损益	-116	0	0	0
资产处置收益	117	0	0	0
其他收益	1,924	2,078	2,286	2,514
营业利润	-1,344	2,533	4,272	6,379
营业外收入	214	345	345	345
营业外支出	50	55	52	53
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-1,180	2,822	4,564	6,671
所得税	84	141	228	534
净利润	-1,264	2,681	4,336	6,138
少数股东损益	-342	-36	-155	454
归属母公司股东净利润	-921	2,717	4,491	5,684
EPS(元)	-0.02	0.06	0.10	0.13

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	11.25%	10.62%	12.53%	13.68%
营业利润增长率	-98.82%	288.47%	68.63%	49.34%
归母净利润增长率	-396.35%	394.92%	65.31%	26.56%
经营现金流增长率	74.86%	44.60%	9.65%	9.44%
盈利能力				
毛利率	7.43%	10.74%	10.99%	11.52%
净利率	-1.94%	3.72%	5.34%	6.65%
ROE	-40.53%	54.45%	47.37%	37.48%
ROA	-0.65%	2.05%	3.54%	4.66%
估值倍数				
P/E	-63.33	21.47	12.99	10.26
P/S	0.89	0.81	0.72	0.63
P/B	25.67	11.69	6.15	3.85
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	10	7	6	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。