

海航控股 (600221.SH)

枢纽航网基础扎实，新周期海航再展云帆

核心观点：

- **海航控股市占率行业第四，经历破产重组后回归主业，后续业绩值得期待。**公司 1989 年于海南正式注册成立，目前行业市占第四。公司前期产业多元扩张，后续因债务规模高企申请破产重整。方大集团入主后，公司重新聚焦航空主业，成本管理与收益管理能力均有所提高。同时，通过留债转股等方式，公司逐步化解原有债务。依托海南自贸港区位优势，叠加国际五星服务品质，重整后的新海航业绩潜力值得期待。
- **公司基地枢纽纵深布局，资源配置集中于二线城市，于错位竞争中寻觅发展机遇。**通过“两主两辅、五大基地”的基地枢纽布局，海航搭建起覆盖国内外主要经济圈和开放方向的航网结构。在主核心市场，公司的时刻资源保持领先。在辅核心市场与主要基地，公司的时刻资源相比春秋航、吉祥航更具优势。航网结构上，公司在二二互飞、二三互飞、三三互飞航线的时刻市占率位居前列，构建起差异化网络壁垒。
- **客运业务为海航贡献近九成收入，方大入主后公司精细化运营能力增强。**2024 年公司客运收入占比为 89.32%，在 2023 年的高基数上仍维持 10.10% 同比增长，复苏态势强劲。在民航业恢复叠加方大集团的精细化管理下，公司经营质量优化趋势已现。2024 年公司 RASK 已恢复至 2019 年的 106.44%，单位 ASK 航油成本与扣油成本均呈下降趋势，三费营收占比也回归低位。
- **盈利预测与投资建议。**综合考虑公司经营管理绩效向好与油汇变动趋势，我们预计海航 25-27 年的营业收入为 730.47/779.24/829.26 亿元，归母净利润为 20.46/51.01/68.51 亿元。考虑海航控股市场规模较大，综合可比公司估值，重点参考三大航估值，给予 35X 2025PE，对应合理价值 1.66 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**油汇大幅波动、民航突发事件、公司业绩不及预期、资产负债率过高等。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	58641	65236	73047	77924	82926
增长率 (%)	156.5%	11.2%	12.0%	6.7%	6.4%
EBITDA (百万元)	14385	14188	15932	20322	22768
归母净利润 (百万元)	311	-921	2046	5101	6851
增长率 (%)	101.5%	-396.4%	322.2%	149.2%	34.3%
EPS (元/股)	0.01	-0.02	0.05	0.12	0.16
市盈率 (P/E)	195.71	-	29.56	11.86	8.83
ROE (%)	13.5%	-40.5%	47.9%	54.4%	42.2%
EV/EBITDA	10.81	11.75	9.20	6.73	5.44

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

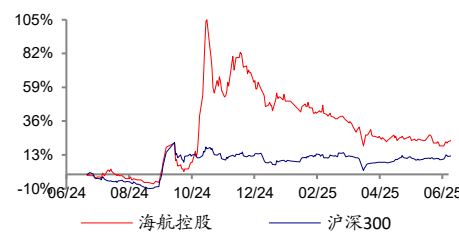
买入

当前价格	1.40 元
合理价值	1.66 元
报告日期	2025-07-16

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	43215/33242
总市值/流通市值 (百万元)	60502/46539
一年内最高/最低 (元)	2.23/1.02
30 日日均成交量/成交额 (百万)	220/299
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	2.19/-15.66

相对市场表现



分析师：

许可



SAC 执证号：S0260523120004

SFC CE No. BUY008



0755-88285832



xuke@gf.com.cn

分析师：

陈宇



SAC 执证号：S0260524100002

SFC CE No. BLW740



021-38003771



shchenyu@gf.com.cn

相关研究：

目录

一、市占率行业第四，五星航司重整迎新生.....	5
（一）初创海南立足本土，多元扩张后回归主业.....	5
（二）方威为控股第一人，行业地位持续巩固.....	7
（三）五星航司初心不改，免税业务赋能航空主业.....	8
二、枢纽建设实现运力协同，资源配置集中二线市场.....	11
（一）机队现状：机队结构动态调整，经租模式赋能运营弹性.....	11
（二）枢纽建设：“两主两辅”协同发力，“五大基地”纵深布局.....	12
（三）航网规划：兼顾广度与深度，寻找错位竞争机遇.....	14
三、主业复苏动能强劲，方大入主推动降本增益.....	19
（一）收入端：客运业务贡献九成收入，核心业务经营韧性凸显.....	19
（二）成本端：方大入主强化成本管控，打开弹性定价空间.....	22
（三）费用端：三费营收占比偏高，静待未来盈利能力修复.....	24
四、中长期供给承压，需求端潜力释放.....	27
（一）供给端：产能有所修复，但中长期看供给格局仍然偏紧.....	27
（二）需求端：行业 RPK 快速修复，客座率已超疫情前水平.....	28
五、盈利预测和投资建议.....	30
（一）盈利预测.....	30
（二）投资建议.....	30
六、风险提示.....	33

图表索引

图 1: 海航发展历程大事记	5
图 2: 2015-2017 年海航集团部分激进并购案例	6
图 3: 2010-2024 年海航债务规模	6
图 4: 2024 年海航控股股权结构示意图	7
图 5: 海航航空集团与海航控股子公司情况	8
图 6: 2012-2024 主要航司市占率变化 (上市公司口径)	8
图 7: 海航梦享飞行服务产品	9
图 8: 2025 年海航第 14 次蝉联世界五星级航司荣誉	9
图 9: 海南离岛免税消费情况	10
图 10: 海航控股机队规模位居全国第四 (2025/5/31)	11
图 11: 2024 年主要航司机队平均机龄对比	11
图 12: 海航控股机队结构优化稳步推进	12
图 13: 海航经营租赁飞机数占机队总数近七成	12
图 14: 24 年海航经营租赁飞机占比领先图	12
图 15: 25 夏秋航季海口美兰机场市占率 (海航为上市公司口径)	13
图 16: 25 夏秋航季三亚凤凰机场市占率 (海航为上市公司口径)	13
图 17: 25 夏秋航季北京首都机场市占率 (海航为上市公司口径)	13
图 18: 25 夏秋航季广深、成渝辅核心市场时刻分布 (海航为上市公司口径)	14
图 19: 25 夏秋航季海航“五大基地”时刻占比 (海航为上市公司口径)	14
图 20: 25 夏秋航季航司国内航线数量 (海航为上市公司口径)	15
图 21: 25 夏秋航季海航国内航网结构	15
图 22: 25 夏秋航季一类机场互飞时刻市占率 (上市公司口径)	16
图 23: 25 夏秋航季一类机场互飞时刻市占率 (集团口径)	16
图 24: 25 夏秋航季二三类机场互飞时刻市占率 (上市公司口径)	16
图 25: 25 夏秋航季二三类机场互飞时刻市占率 (集团口径)	16
图 26: 25 夏秋航季海航国内航线时刻结构 (上市公司口径)	17
图 27: 25 夏秋航季航司国际航线数量 (海航为上市公司口径)	17
图 28: 25 夏秋航季国际航线各航司市占率 (海航为上市公司口径)	18
图 29: 25 夏秋航季海航国际航线航班班次分配 (上市公司口径)	18
图 30: 2010-2024 海航控股营业收入	19
图 31: 国内航司营收增长对比	19
图 32: 2010-2024 年海航营业收入结构	20
图 33: 客运业务为海航贡献约九成营收	20
图 34: 海航客运收入波动趋势与三大航同频	20
图 35: 海航 RASK 变动趋势与三大航同频 (客运收入口径)	21
图 36: 海航货运业务收入疫情期间占比提升	21
图 37: 航司货运收入变动对比	21
图 38: 海航主营业务收入质量分析: 分地区 RASK 对比	22
图 39: 2010-2024 年海航航线补贴	22
图 40: 海航补贴 CAGR 增速高于三大航	22

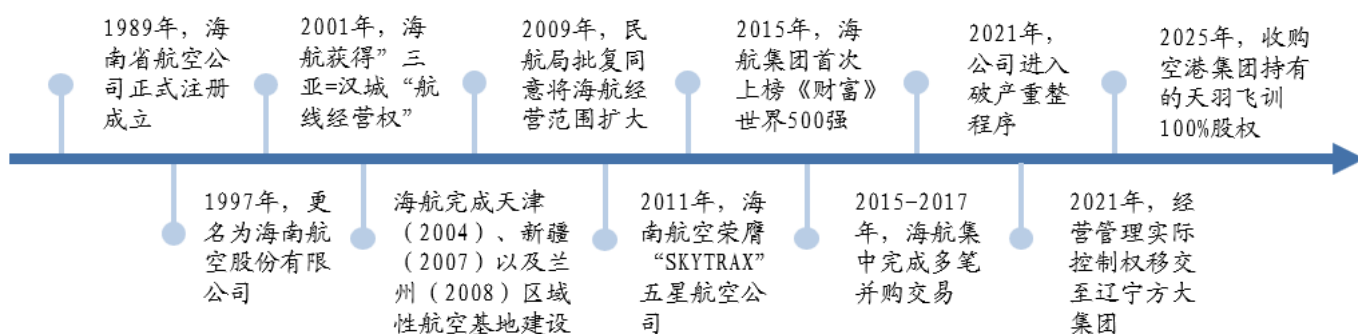
图 41: 2024 年海航航油成本占比达 34.09%	23
图 42: 海航营业成本增速长期快于营业收入增速	23
图 43: 2015-2024 年航司单位 ASK 航油成本	24
图 44: 2015-2024 年航司单位 ASK 扣油成本	24
图 45: 2015-2024 年单位 ASK 扣油成本的结构变动	24
图 46: 2015-2024 年海航三费情况	25
图 47: 2015-2024 年海航三费营收占比偏高	25
图 48: 2015-2024 年单位 ASK 财务费用对比	25
图 49: 2015-2024 年单位 ASK 销售费用对比	26
图 50: 2015-2024 年单位 ASK 管理费用对比	26
图 51: 2020 年海航亏损严重	26
图 52: 2010-2024 各航司归母净利润对比	26
图 53: 波音与空客飞机订单情况	27
图 54: 波音与空客飞机交付情况	28
图 55: 全行业在册运输飞机总数	28
图 56: 全行业平均飞机日利用率	28
图 57: 全行业 RPK 快速修复	29
图 58: 全行业平均正班客座率	29
图 59: 中间价: 美元兑人民币走势	33
图 60: 布伦特原油走势	33
表 1: 2021 年海航重整计划中留债安排	6
表 2: 海南自贸港发展进程梳理表	10
表 3: 机场分类目录	15
表 4: 海航分业务盈利预测拆分表	31
表 5: 可比公司估值表	32

一、市占率行业第四，五星航司重整迎新生

（一）初创海南立足本土，多元扩张后回归主业

1989年海南省航空公司正式注册成立，公司最初的注册资本为1000万人民币。1997年公司B股在上交所挂牌上市后，1999年A股也成功挂牌交易，成为国内首家A+B股上市的航空公司。1997年公司正式更名为海南航空股份有限公司，从地方性航空公司跃升为全国性航空集团。经过持续的规模扩张和重大战略重组，目前海南航空已发展成为国内第四大航空运输企业，在中国民航市场占据重要地位。

图 1：海航发展历程大事记



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

其中，公司经历了扩张期和重整期两个重要发展阶段。

（1）激进期（2010-2017）：大举并购多元产业，债务危机拖垮流动性

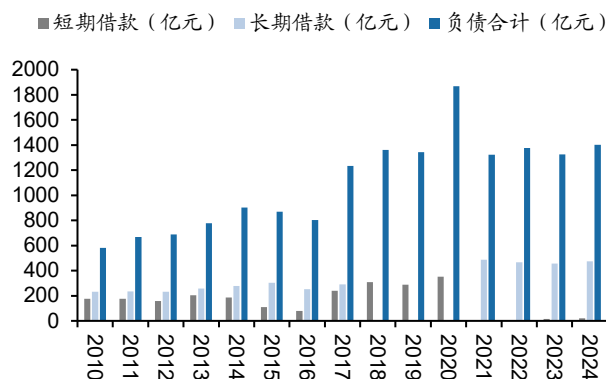
2010年后，海航通过激进的并购业务进一步壮大企业规模，尤其在2015-2017年达到顶峰，三年内累计完成80多笔总金额为400亿美元以上的并购交易，公司一度跻身世界500强。但是公司并购标的覆盖酒店、物流以及银行等多个领域，对应的资源未得到有效整合，最终导致业务间的协同效应缺失、业务价值难以实现。过度扩张的并购战略占用了大量营运资金，同时推高了企业的债务规模（2017年底公司总负债规模达1233.91亿元，其中短期借款与长期借款占529亿），流动性出现危机。

图 2：2015-2017年海航集团部分激进并购案例

年份	收购对象
2015	瑞士国际空港公司Swisspor100%股权、巴西第三大航空公司Azul Airlines23.7%等
2016	美国CIT Aerospace租赁部门、希尔顿酒店25%股权、英迈国际100%股权等
2017	新加坡物流公司CWT、增持德意志银行股权至9.92%等

数据来源：人民网，民航资源网，环球网，广发证券发展研究中心

图 3：2010-2024年海航债务规模



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(2) 重整期 (2018-2022)：资产清理难解危机，战略重整回归航空主业

2018年起，海航对集团下资产和公司进行清理，仅2018年一年便完成了近3000亿元规模的资产出售，但流动性危机依然存在。叠加后续新冠肺炎疫情的冲击，2021年1月29日，公司因到期无法偿还债务进入破产重整程序。在政府的主导下，海航剥离非核心资产，回归航空运输主业。2021年10月31日，海航控股发布重整计划公告，公司以现有A股股票约164.37亿股为基数，按照每10股转增10股实施资本公积金转增，转增股票约164.37亿股。转增形成的股票中，不少于44亿股股票引入战略投资者，约120.37亿股以一定的价格抵偿给部分债权人，股票转让价款部分用于支付重整费用与清偿债务。重整计划还对留债事项作出专项安排，明确债务分类、偿付条件及期限条款。2021年12月8日，海航集团宣布旗下航空主业的经营管理实际控制权正式移交至战略投资者辽宁方大集团实业有限公司，至此海南航空的破产重整工作基本完成。

表 1：2021年海航重整计划中留债安排

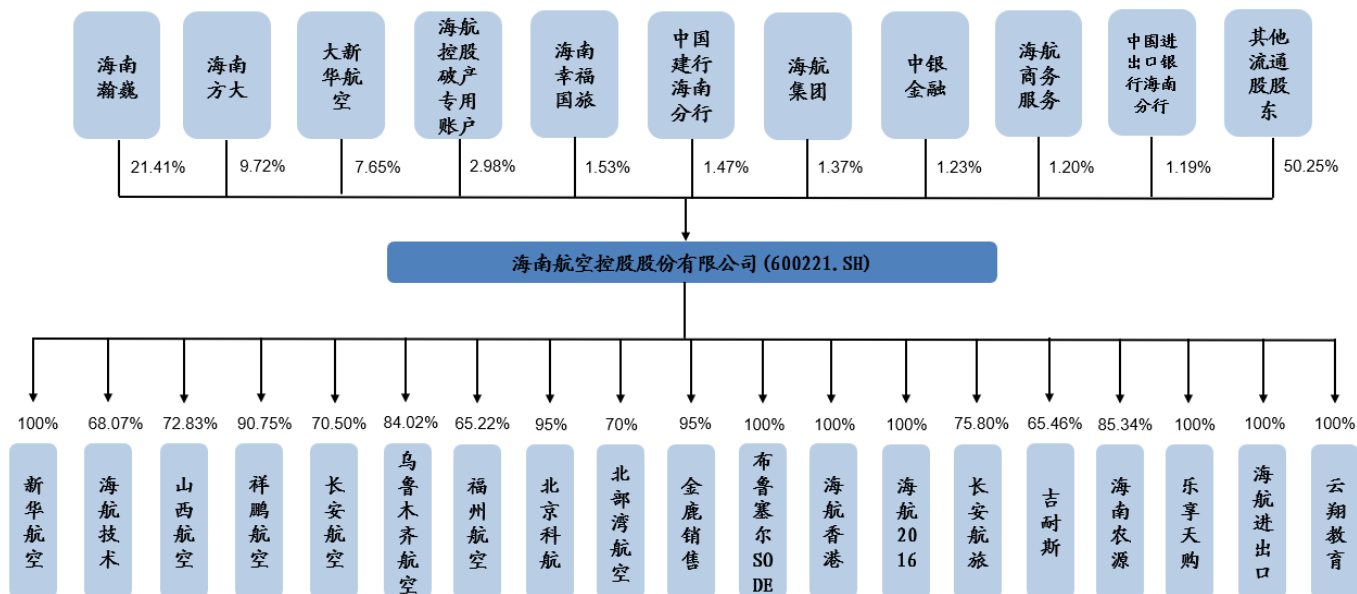
债权种类	债权金额 (亿元)	债权偿还方式
职工债权	未披露	不作调整，在本重整计划执行期间以自有现金全额清偿，如自有资金不足的，以战略投资者投入的资金依规统一安排清偿。
税款债权	2.59	不作调整，在本重整计划执行期间以自有现金全额清偿，如自有资金不足的，以战略投资者投入的资金依规统一安排清偿。
有财产担保债权	601.76	留债期限为10年，留债利率不超过2.89%。以2022年为第一年，自第二年起逐年还本，还本比例分别为2%、4%、4%、10%、10%、15%、15%、20%、20%，每年按照未偿还本金的金额付息。
普通债权	770.04	每家债权人10万元以下(含10万元)的部分以自有现金一次性清偿完毕，自有资金不足的，以战略投资者投入的资金依规统一安排清偿。超过10万元的部分：1) 救助贷款：债权本金及利息部分参照有财产担保债权的清偿方式清偿，其他部分按其他普通债权的清偿方式清偿；2) 其他普通债权：64.38%由关联方清偿，35.61%以海航控股A股股票抵债，抵债价格为3.18元/股。
劣后债权	0.04	不占用本次重整偿债资源，不安排债权清偿。
预计将被确认债权	238.5	待其债权经审查确定之后，根据其法律性质按照本重整计划规定的同类债权清偿条件受偿

资料来源：《海南航空控股股份有限公司及其十家子公司重整计划》，广发证券发展研究中心

(二) 方威为控股第一人，行业地位持续巩固

截至2024年12月31日，公司前十大股东合计持股比例为49.25%。一级股东中，海南瀚巍投资有限公司持股比例21.41%，位列第一；海南方大航空发展有限公司持股比例为9.72%，位列第二。海航控股破产企业财产处置专用账户仍持有2.98%的股份，部分权益尚未完成最终处置。一级股东中，海南瀚巍、海南方大以及大新华航空均由方大集团直接或间接控股。方威于海航控股的实际持股比例为31.13%，为控股第一人。子公司控股方面，海航体现出聚焦航空主业的特点，对旗下航司（新华航空、祥鹏航空等）绝对控股。但同时，公司还保有部分海外资产配置，如对海航香港、布鲁塞尔SODE持股100%。

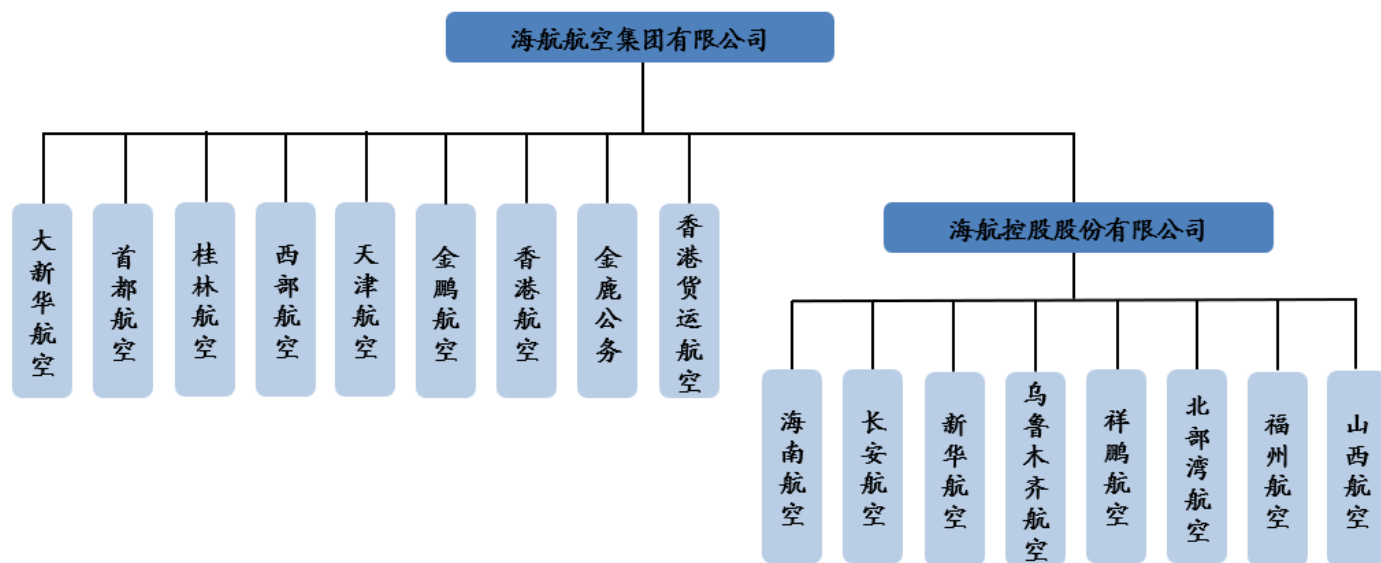
图 4： 2024年海航控股股权结构示意图



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

海航航空集团口径下共运营17家民航相关成员公司，其中上市公司并表范围内的子公司有7家，共8个航空品牌（海南航空、长安航空、新华航空、乌鲁木齐航空、祥鹏航空、北部湾航空、福州航空以及山西航空），是国内第四大航空集团。未纳入海航控股并表范围的9家航司，在符合注入上市公司条件后三年内，将其按法定程序以市场公允价格注入上市公司。当前海航控股对表外的天津航空、金鹿公务、西部航空、首都航空以及金鹏航空持股比例分别为：47.82%、30%、28.43%、19.60%以及9.20%。

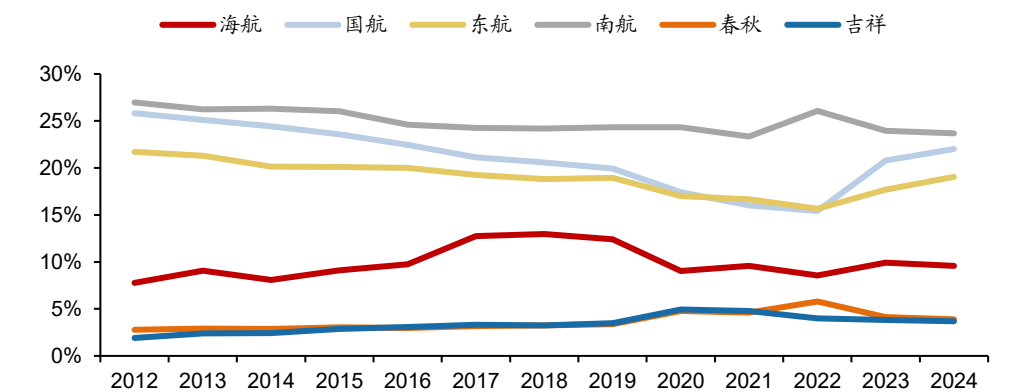
图 5：海航航空集团与海航控股子公司情况



数据来源：CAPA，广发证券发展研究中心

从上市公司口径统计来看，海航在国内市场的占有率始终保持行业第四，且呈现稳步提升态势。2012-2024年海航的RPK市占率从7.8%增长至9.59%，尽管与三大航20%以上的市占率仍存在差距，但已显著领先春秋航及吉祥航6%，行业梯队地位稳固。同时，公司的RPK年复合增长率为10.09%，高于三大航及民航业年复合增长率，自身增长动能强劲。

图 6：2012-2024主要航司市占率变化（上市公司口径）



数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

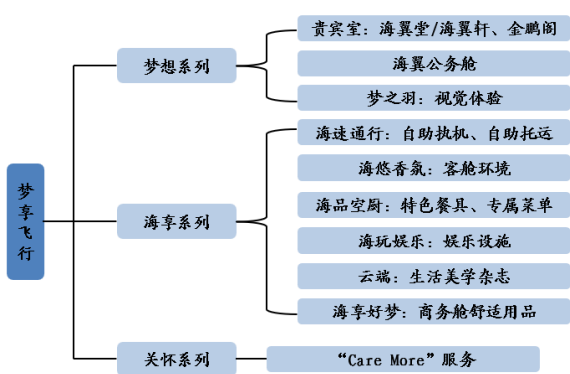
（三）五星航司初心不改，免税业务赋能航空主业

1. 全球第七家五星航司，“店小二”精神扬名四海

与三大航提供的标准化服务不同，海航兼顾国际化视野与中国文化升级产品与服务，

打造东方航企的世界级品牌形象。2000年取得国际运行资格后，海航先后开通“三亚=汉城（2001）”、“北京=布达佩斯（2004）”等标志性国际航线，实现了区域性航线网络到跨洲际航线网络的升级，公司也将自身服务与国际化五星服务对齐。早在创业之初，海航就率先推出电话订票、送票上门等一系列服务。随后多年针对购票、接送机、值机、中转等旅客出行痛点环节不断创新，提高机组人员综合素质，优化常旅客的综合权益，将“店小二”精神贯彻到底。全球航空公司与机场服务调查与咨询机构SKYTRAX，于1999年引入权威的世界航空公司星级评级，通过对各航司的前线产品和服务质量标准进行严格的评估和分析授予星级。在2025巴黎航展期间，海航第14次蝉联SKYTRAX世界五星级航司荣誉，并入围“SKYTRAX全球最佳航空公司”前十。

图 7：海航梦享飞行服务产品



数据来源：海航官网，广发证券发展研究中心

图 8：2025年海航第14次蝉联世界五星级航司荣誉



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2. 借力海南自贸港，发展“航空+免税”生态

2020年，中共中央、国务院正式印发《海南自由贸易港建设总体方案》，围绕贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金自由流动便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利等方面进行制度设计。海南航空作为本土企业深度受益于多项配套优惠政策。在航油成本方面，2021年国家税务总局出台进出岛航班加注保税航油政策，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，并对其加注的保税航油免征关税、增值税和消费税，显著降低了海航的航油成本。在2020-2024年期间，国家财政部及税务总局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，海航因此享受税费减免，进一步增厚了利润。

依托海南高水平自由贸易港，海航深度整合航空出行服务与离岛免税购物需求，发展“航空+免税”商业模式，形成区别于其他航司的差异化亮点。以海口美兰机场与三亚凤凰机场为主阵地，海航可分别承接来自国内外主要城市商务旅客与休闲旅客的出行需求，高净值旅客多且消费能力强。购票阶段，海航将航空出行与免税消费深度绑定，与中免集团合作推出“免税优惠券”。例如，2025年6月1日至6月30日，成功购买海南航空及大新华航空海南进出港国内自营单程或往返航程的旅客，可免费获得1675元优惠券套券。结合完善的配套服务，即离岛旅客购买的免税品可以在岛内出行阶段短暂寄存或直接邮寄送达，进一步催化旅客的消费热情。未来，随着

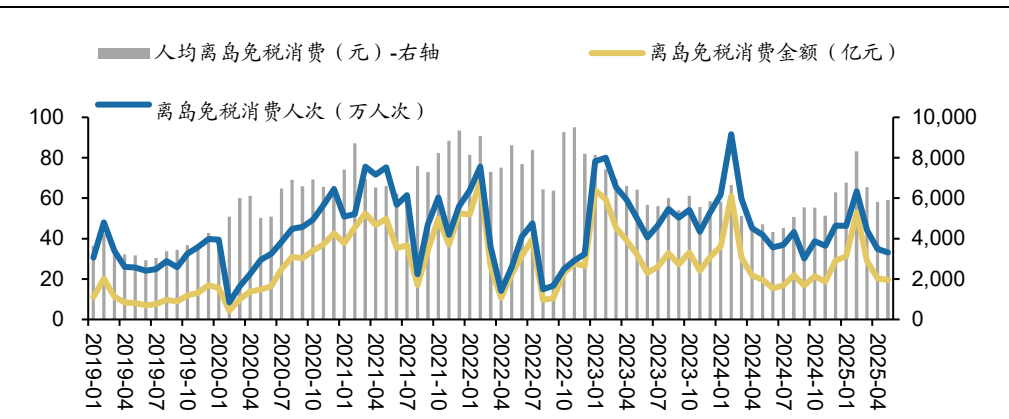
海南自贸港配套基础设施与政策的完善，海航有望进一步打通“国内外旅客-海岛度假-免税消费”的全链条服务，让免税业务赋能航空主业。

表 2: 海南自贸港发展进程梳理表

时间	事件
1988年	第七届全国人大第一次会议通过了《关于设立海南省的决定》的决议，正式批准海南建省办经济特区。
2010年	“海南国际旅游岛”上升为国家战略，研究离岛免税购物政策可行性。
2011年	财政部公布海南离岛旅客免税购物政策试点公告。
2018年	财政部、海关总署和税务总局将离岛旅客每人每年累计免税购物限额由16000元增加至30000元。
2020年	中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，海南自贸港建设正式启程。
2021年	海南跨境服务贸易负面清单正式实施。凡清单之外领域，在海南自由贸易港内，境内外服务提供者一律平等准入。
2022年	海南洋浦保税港区基本完成“一线”放开“二线”管住政策压力测试。
2024年	海南自贸港全面完成封关软硬件建设。
2025年	海南自贸港预计2025年年底完成封关运作。

数据来源：中华人民共和国中央人民政府官网，海南省政府官网，洋浦经济开发区官网，海南自贸港官网，广发证券发展研究中心

图 9: 海南离岛免税消费情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

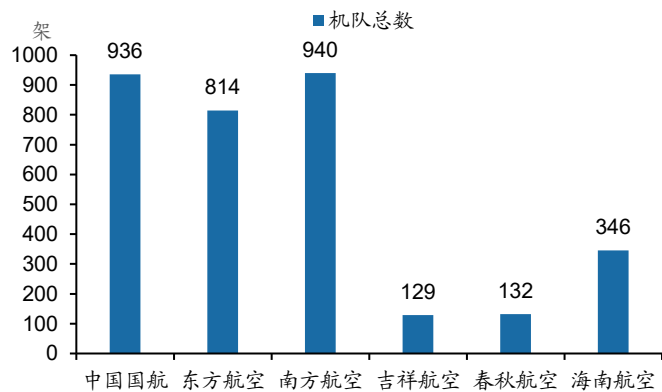
二、枢纽建设实现运力协同，资源配置集中二线市场

（一）机队现状：机队结构动态调整，经租模式赋能运营弹性

机队规模方面，根据海航航空集团口径，2024年全集团共运营飞机800余架。截至2025年5月31日，海航上市公司并表范围内飞机共346架，机队整体规模位居全国第四，高于春秋（132架）、吉祥（129架）。较大的机队规模为海航扩大航线覆盖范围，加密高价值航线，从而提升市场占有率创设了有利条件。

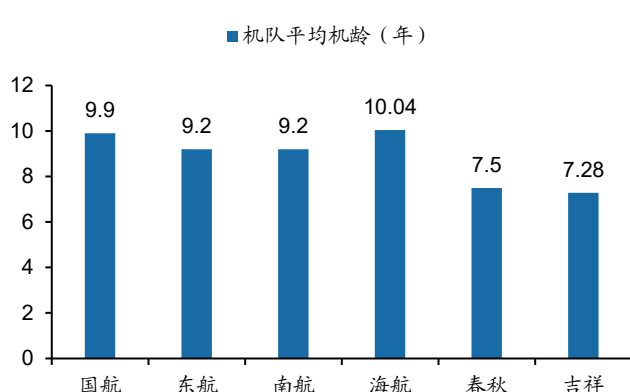
机队结构方面，未来海航侧重于引进经营效率高、运营成本低的窄体机。虽然当下国际线恢复趋势向好且海航近九年的国际线运力投入年复合增长率为8.6%，但海航运力投放的主体仍在国内，适合中短途航线的窄体机应为机队主力。同时，与国内主流航司相比，海航的机队平均机龄为10.04年，其中宽体机机龄又普遍高于窄体机，老旧机型亟待退出更新。自2023年以来，海航对机队结构进行优化调整，宽体机占比已由22年的22.81%降低至25年4月的19.88%。未来三年，海航将继续处理部分宽体机，加大窄体机的引进（例如2024年底海航通过了子公司购入40架ARJ21-700飞机的议案；2025年海航公布了计划处置9架B787-8飞机的公告）。短期内海航“双线并行”，利用宽体机优势拓展国际航线，同时利用窄体机加密国内航线，有望强化公司营收能力；长期来看海航通过提高窄体机占比、引入新机型能够淘汰老旧飞机使得机队年轻化，进一步提高航司整体的运营效率。

图 10：海航控股机队规模位居全国第四（2025/5/31）



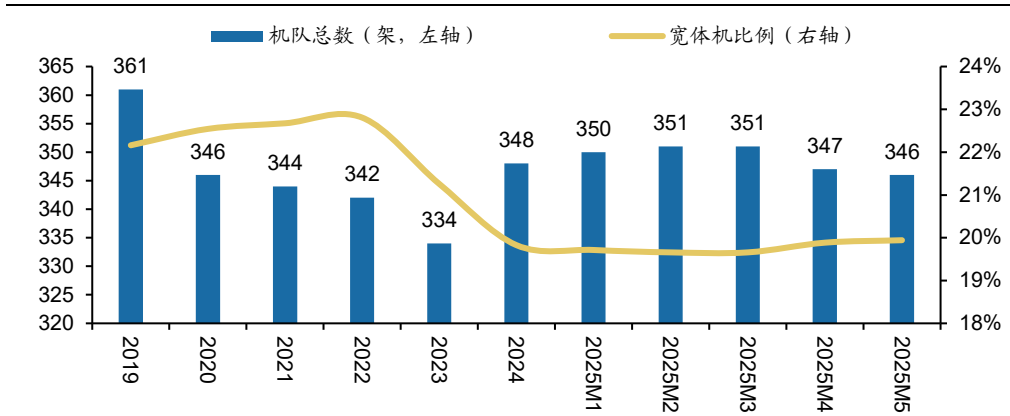
数据来源：各航司月度生产运营数据公告，广发证券发展研究中心

图 11：2024年主要航司机队平均机龄对比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

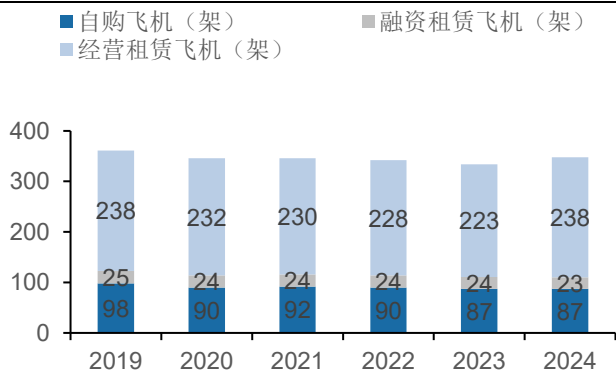
图 12: 海航控股机队结构优化稳步推进



数据来源: 各航司月度生产运营数据公告, 广发证券发展研究中心

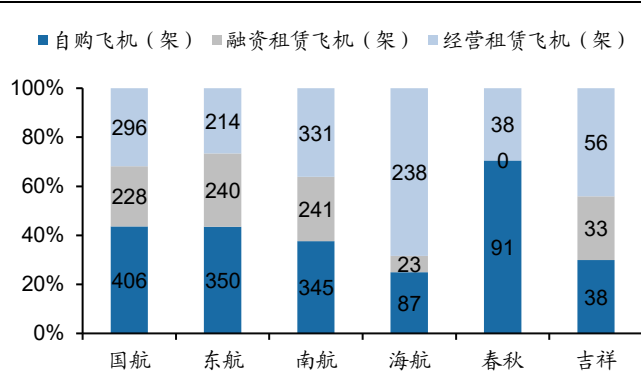
机队来源方面, 2019年至2024年海航控股的经营租赁飞机占比始终维持在近七成左右, 且在行业内处于领先水平。提高经租规模, 一方面有助于公司将购机成本转化为定期租金, 减轻资本开支压力; 另一方面有助于公司根据市场需要、油价波动等因素灵活更换机型, 提高运营灵活性。

图 13: 海航经营租赁飞机数占机队总数近七成



数据来源: 海航控股年报, 广发证券发展研究中心

图 14: 24年海航经营租赁飞机占比领先图



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

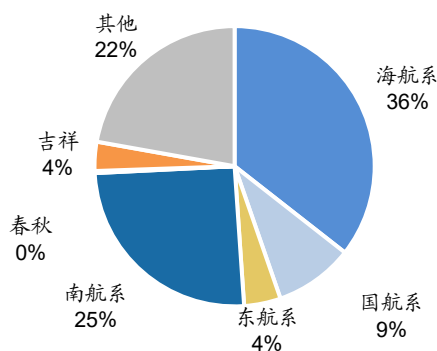
(二) 枢纽建设: “两主两辅” 协同发力, “五大基地” 纵深布局

1. 海南主核心市场

海航以海南为主核心市场, 依托美兰空港、三亚凤凰两大枢纽机场的时刻资源优势, 海航在中国华南与南海区域航空运输占据重要地位。美兰机场位于省会海口, 作为自贸港核心枢纽, 侧重于满足跨境贸易与投资需求, 其航线网络以商务干线为主。根据民用航空预先飞行计划管理系统, 2025年夏秋航季, 海航在海口美兰机场的时刻市占率为35.57%, 位列第一。而凤凰机场位于旅游胜地三亚, 定位为航空旅游枢纽, 侧重于对接国内热门旅游客源地与境外旅游市场, 其航线网络以休闲旅游航线为主。在三亚凤凰机场, 海航的时刻市占率为21.85%, 仅次于南航。两地机场在客群结构、航线布局以及发展方向形成“商务+旅游”的互补格局。随着航空市场持续复苏, 特别是国际航线大幅修复, 叠加热带海岛旅游热度持续攀升与离岛免税业态

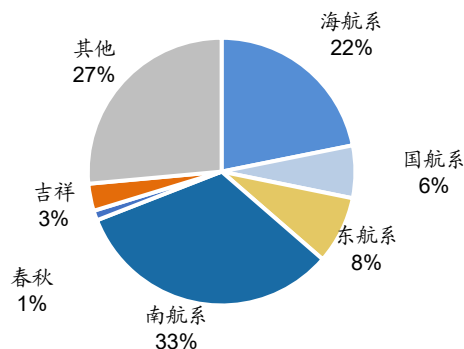
日益成熟，公司将迎来可观的发展机遇，进一步巩固其营收基础和市场竞争力。

图 15: 25夏秋航季海口美兰机场市占率（海航为上市公司口径）



数据来源：民用航空预先飞行计划管理系统，广发证券发展研究中心

图 16: 25夏秋航季三亚凤凰机场市占率（海航为上市公司口径）

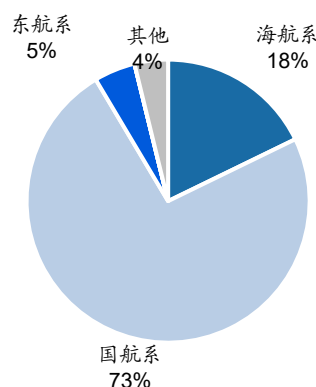


数据来源：民用航空预先飞行计划管理系统，广发证券发展研究中心

2. 北京主核心市场

在北京主核心市场海航以首都机场为根据地。首都机场位于京津冀城市群的核心腹地，依托北京作为全国政治经济中心与国际交往中心的定位，构建起通达国内主要城市与国际重要城市的航线网络。海航在北京首都机场占有17.79%的时刻市场份额，仅次于国航。一方面公司可以吸纳北方地区旺盛的航空出行需求，弥补海南主基地只能辐射华南与南海地区的局限；另一方面，首都机场作为衔接东北亚与欧亚大陆的桥梁，也为公司发展国际中转业务与拓展洲际市场占据战略要点。

图 17: 25夏秋航季北京首都机场市占率（海航为上市公司口径）



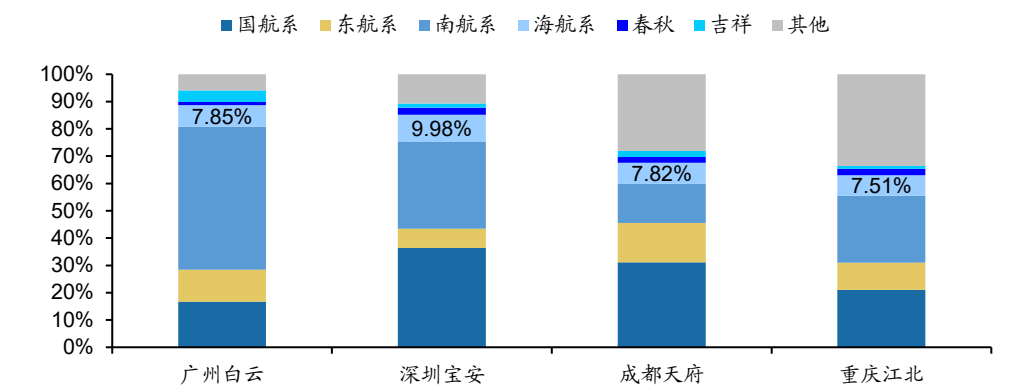
数据来源：民用航空预先飞行计划管理系统，广发证券发展研究中心

3. 广深、成渝辅核心市场

海航将广深和成渝两地布局为辅核心市场，与北京、海南主核心市场形成运力协同，并完成对主要经济圈和开放方向的全覆盖。广深地区的白云机场与深圳机场帮助海航巩固华南与南海地区的航线网络，同时有利于构建起面向东南亚与南亚的洲际航线网络。而成渝地区的天府机场与江北机场则帮海航承接了西部地区的航运需求，同时打通了面向中亚方向的国际航空走廊。由此，海航的航线网络形成了南北

呼应，多点对外开放的格局。2025年夏秋航季数据表明，海航在广州白云机场/深圳宝安机场/成都天府机场/重庆江北机场的时刻市占率分别为7.85%/9.98%/7.82%/7.51%，基本位于三大航之后、春秋吉祥之前。

图 18: 25夏秋航季广深、成渝辅核心市场时刻分布（海航为上市公司口径）



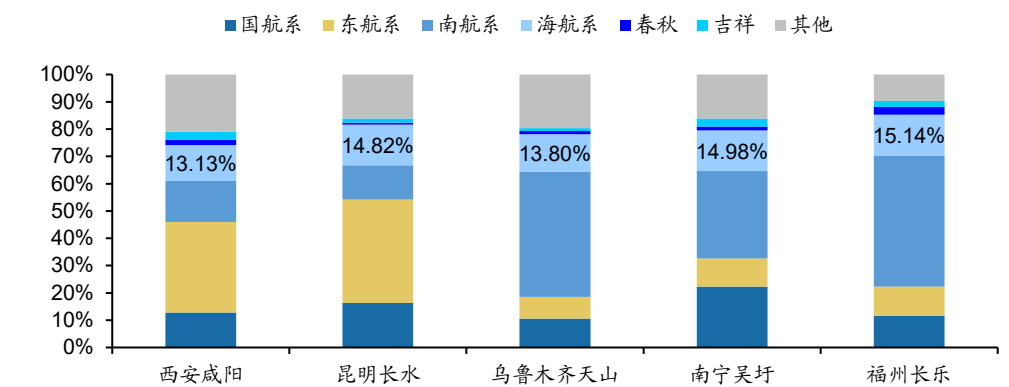
数据来源：民用航空预先飞行计划管理系统，广发证券发展研究中心

4.五大基地

在“两主两辅”的航网框架下，海航以西安咸阳机场、昆明长水机场、乌鲁木齐天山机场、南宁吴圩机场以及福州长乐机场为五大基地，进行战略性纵深拓展。西安咸阳机场侧重西北与中亚中转，昆明长水机场辐射南亚与东南亚，乌鲁木齐天山机场对接疆内需求与丝绸之路经济带，南宁服务东盟区域商务需求，福州长乐机场联动海峡两岸经济圈。在西安咸阳机场/昆明长水机场/乌鲁木齐地窝堡机场/南宁吴圩机场/福州长乐机场，海航的市占率分别为

13.13%/14.82%/13.80%/14.98%/15.14%，市占率多位于第二/第三。

图 19: 25夏秋航季海航“五大基地”时刻占比（海航为上市公司口径）



数据来源：民用航空预先飞行计划管理系统，广发证券发展研究中心

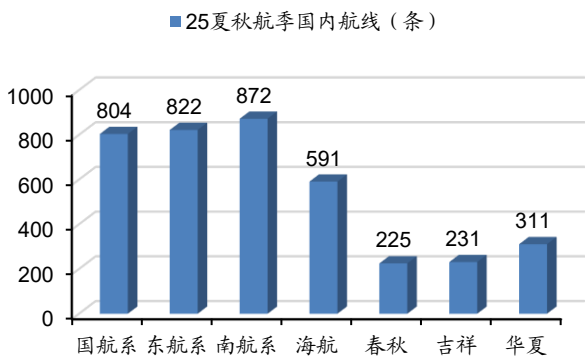
（三）航网规划：兼顾广度与深度，寻找错位竞争机遇

1.国内航线：航网全域覆盖，布局次级枢纽实现错位竞争

根据2025年夏秋航季飞行计划，海航及其子公司共运营国内航线591条，位列国内第四，虽与三大航有差距，但领先春秋航空与吉祥航空。依托“两主两辅、五大基地”，海南航空形成了有效辐射经济发达地区的航线网络架构，并通过加密热点航线提升

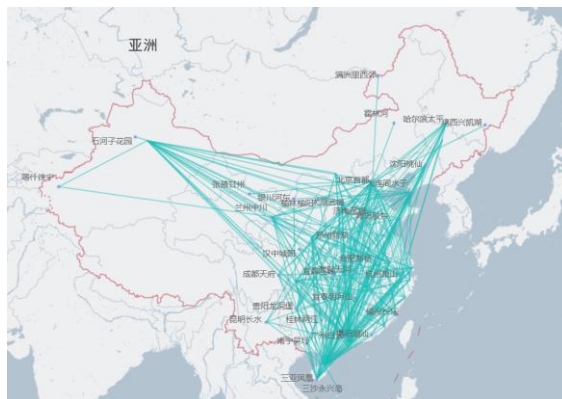
运营效率与市场占有率。尤其乌鲁木齐基地的设立，填补了公司在西部腹地的航网空白，有利于公司未来将航线网络延伸至新疆全境并拓展至中亚地区。同时，海航的“两主两辅、五大基地”地理分布跨度较大，在运输时效性上具有高铁不可比拟的优势，有效降低高铁客源分流的风险。此外，海航的北京主核心市场与广深辅核心市场主攻商务干线，海南主核心市场与成渝辅核心市场聚焦旅游客流，五大基地分别衔接区域需求，细分了公司的目标客群，降低了公司航线之间的替代性竞争。

图 20: 25夏秋航季航司国内航线数量(海航为上市公司口径)



数据来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 广发证券发展研究中心

图 21: 25夏秋航季海航国内航网结构



数据来源: 航班管家, 广发证券发展研究中心

民航局文件将国内机场划分为一类机场、二类机场以及三类机场。目前一类机场时刻饱和程度较高，二类机场与三类机场需求仍存在增量空间。海航结合国内航线分布，将时刻资源重点布局于有需求潜力的二三类机场，不仅能够有效规避与三大航在一类机场的直接竞争，同时也能在二三类机场建立差异化网络壁垒。

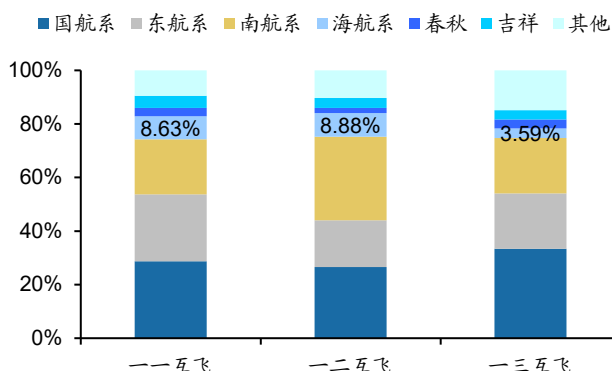
表 3: 机场分类目录

机场类别	机场
一类	北京首都、北京大兴、上海浦东、上海虹桥、广州白云、深圳宝安、成都双流、成都天府
二类	天津、长沙、南宁、郑州、武汉、海口、三亚、西安、昆明、厦门、福州、杭州、南京、青岛、重庆、贵阳、乌鲁木齐、哈尔滨、大连、沈阳等20个机场
三类	除上述一、二类机场以外的民用机场

资料来源: CAAC, 广发证券发展研究中心

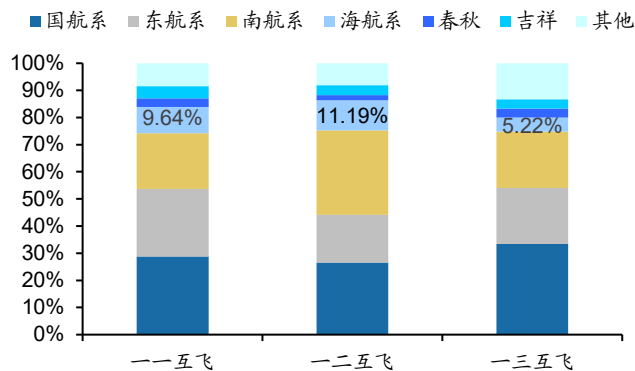
根据2025年夏秋航季飞行计划，海航在一一互飞、一二互飞、一三互飞航线的时刻市占率分别为8.63%/8.88%/3.59%，虽优于春秋和吉祥，但与三大航有明显差距。在二、三线互飞航线市场，海航展现出更强的竞争力。海航在二二互飞、二三互飞、三三互飞航线的时刻市占率分别为13.45%、10.79%、5.52%，虽与南航仍有差距，但与国航、东航之间的差距缩小乃至持平（以上数据海航为上市公司口径）。

图 22: 25夏秋航季一类机场互飞时刻市占率 (上市公司口径)



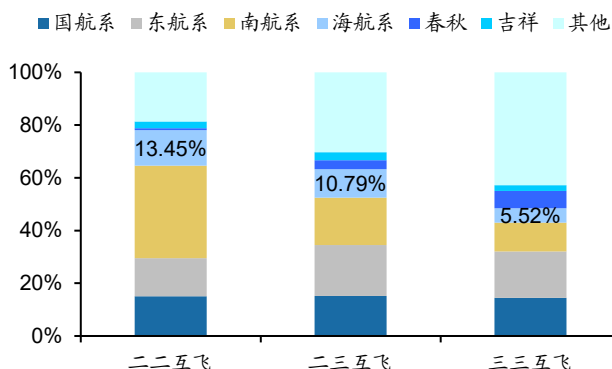
数据来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 广发证券发展研究中心

图 23: 25夏秋航季一类机场互飞时刻市占率 (集团口径)



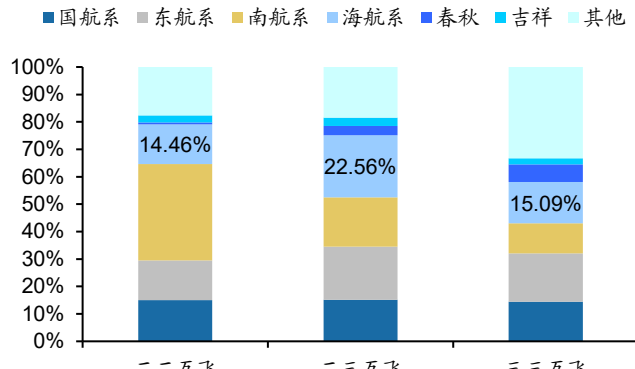
数据来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 广发证券发展研究中心

图 24: 25夏秋航季二三类机场互飞时刻市占率 (上市公司口径)



数据来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 广发证券发展研究中心

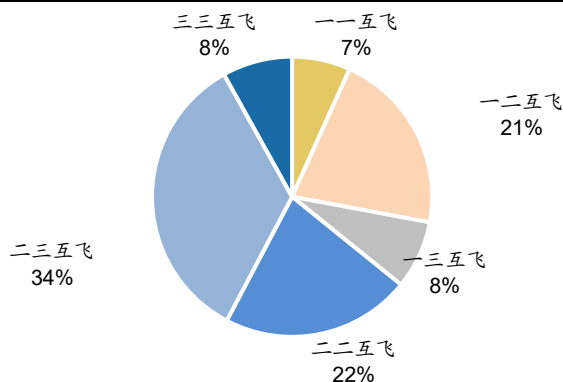
图 25: 25夏秋航季二三类机场互飞时刻市占率 (集团口径)



数据来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 广发证券发展研究中心

这一市场表现与海航的时刻资源投放策略高度相关。从海航国内航线时刻资源分布看, 海航将自身77.30%的时刻资源集中配置在一二互飞、二二互飞、二三互飞航线, 更倾向于强化在二类机场的竞争优势, 而非直接在一线市场与三大航正面竞争。这种差异化布局策略, 使得海航在次核心枢纽占据相对有利的竞争地位。

图 26: 25夏秋航季海航国内航线时刻结构 (上市公司口径)

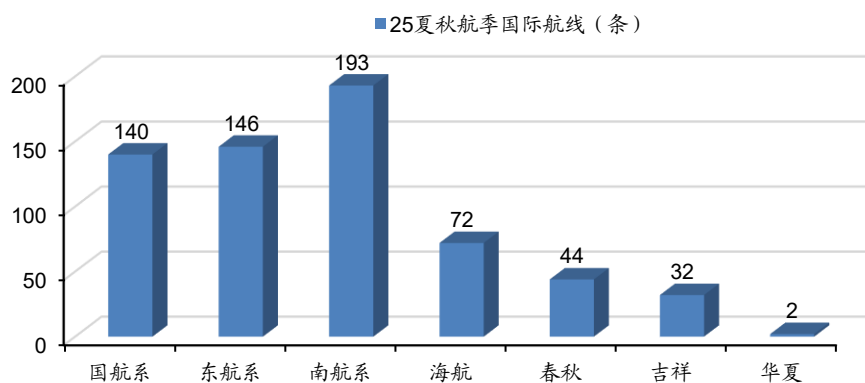


数据来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 广发证券发展研究中心

国际航线: 数量仅次于三大航, 在欧洲与非洲市占率具备优势

2025年夏秋航季, 南航系航司运营国际航线数量为193条, 居各航司首位。东海系航司与国航系航司分别运营146条、140条国际航线。海航及其子公司共运营国际客运航线72条, 位列国内第四, 高于春秋航空与吉祥航空。

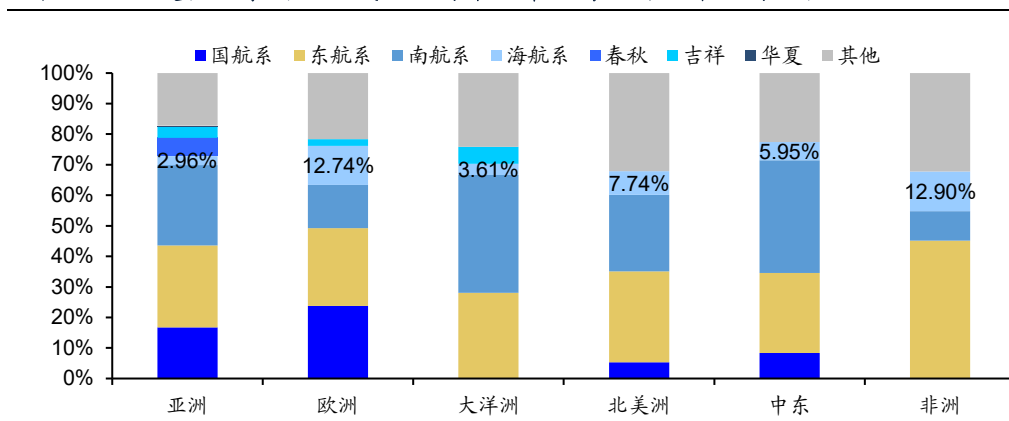
图 27: 25夏秋航季航司国际航线数量 (海航为上市公司口径)



数据来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 广发证券发展研究中心

具体看, 海航的国际航线具有全球性的特点, 航线涵盖亚洲、欧洲、北美洲、大洋洲、中东以及中美洲, 覆盖广度与三大航相当。在市占率方面, 海航在欧洲、非洲方向的市占率约为13%, 竞争优势较为明显。而在北美洲、大洋洲及中东等远程航线市场, 海航的运营规模虽不及三大航, 但仍位于领先位置。

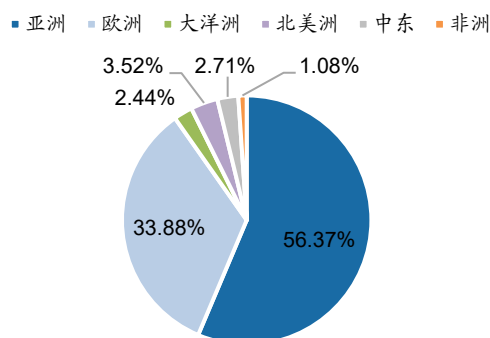
图 28: 25夏秋航季国际航线各航司市占率 (海航为上市公司口径)



数据来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 广发证券发展研究中心

从国际航线班次分配看, 海航在亚洲区域安排的航班班次最多, 占比达56.37%。此外, 欧线、美线等优质航线的航班班次占比分别达33.88%、3.52%, 大洋洲、中东、中美洲占比均较少。总的来说, 海航整体的国际航线布局与航班班次投放兼顾了广度与深度, 一方面在高需求的亚洲市场加密航班, 另一方面也在高价值的远程航线市场有所涉猎形成差异化竞争, 形成了相对均衡的国际航线体系。

图 29: 25夏秋航季海航国际航线航班班次分配 (上市公司口径)



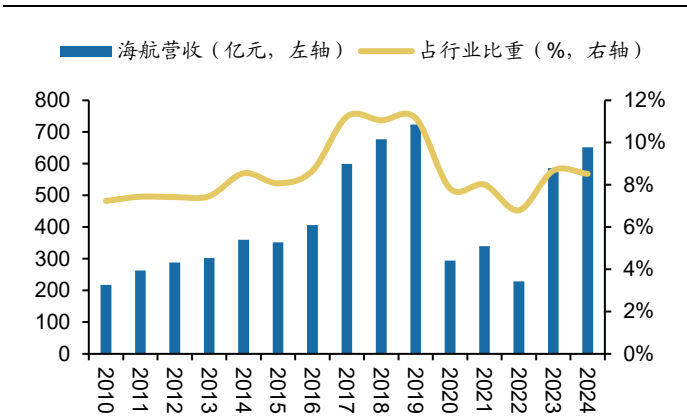
数据来源: 民用航空预先飞行计划管理系统, 广发证券发展研究中心

三、主业复苏动能强劲，方大入主推动降本增益

（一）收入端：客运业务贡献九成收入，核心业务经营韧性凸显

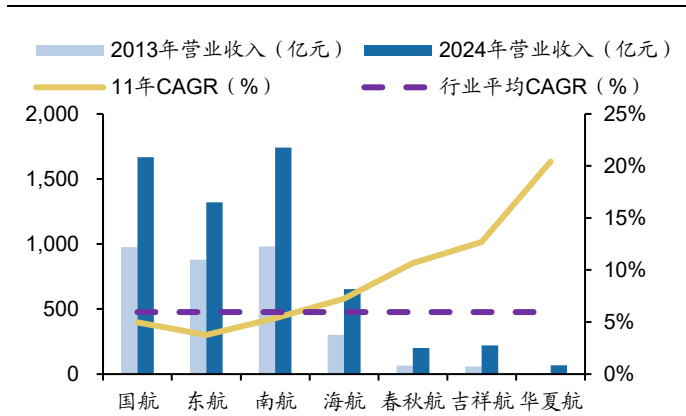
前期扩张铸就营收规模优势，疫后修复再显增长潜力。2010-2019年，海航营收实现快速增长，从2010年的217.06亿元增长至2019年的723.89亿元，年复合增长率达14.32%，远超三大航增速。同时，公司营收占行业总营收的比重从7.24%上升至11.16%，市场份额有序扩张。然而，2020-2022年受疫情冲击，公司营收下滑至228.64亿元，行业总营收占比回落至6.8%，但整体韧性仍优于部分同业。随着疫情影响的消退，海航依托扎实的基地建设与优质的航线网络布局，营收快速修复。2024年，海航营收达652.36亿元，恢复至疫情前峰值（2019年）的90.12%，行业占比回升至8.52%。整体来看，2013-2024年海航营收年度复合增长率达7.24%，高于行业平均水平5.96%。当下国际航线复苏形势明朗，航空出行需求不断释放，考虑公司持续推进运力结构优化，未来海航的市场份额有望向疫前水平靠拢。

图 30：2010-2024海航控股营业收入



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

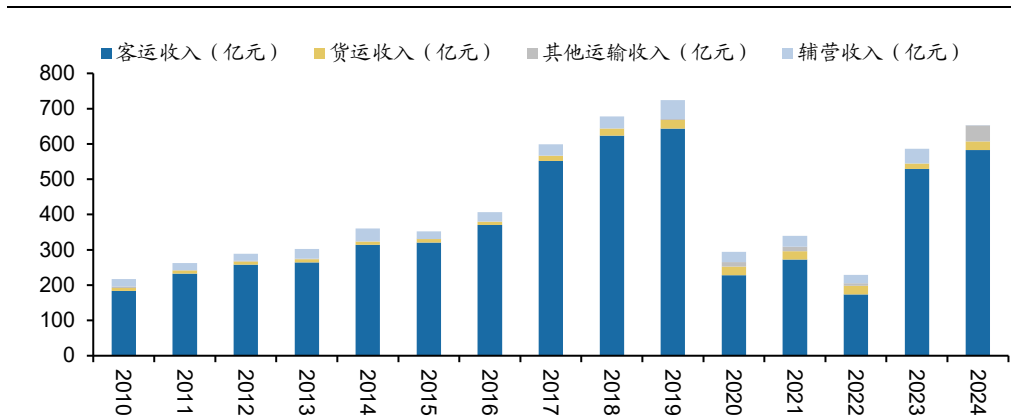
图 31：国内航司营收增长对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

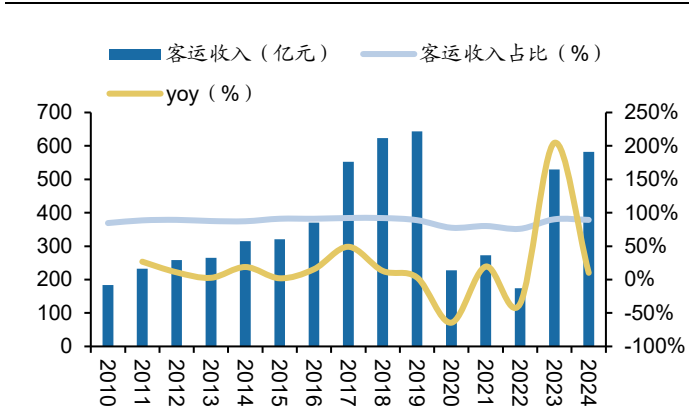
从营收结构看，客运收入是海航的核心收入来源，2010-2024年客运业务稳定为海航贡献约九成营收。除2020-2022年因疫情冲击客运收入出现短暂下滑外，公司的客运收入始终保持稳健增长态势，波动趋势与三大航同频。其中，2023年因疫情影响消退，出行需求短期内集中释放，公司的客运收入实现204.64%的爆发式增长；在此基础上，2024年海航的客运收入仍保持了10.10%的同比增长，核心业务复苏动能强劲。

图 32: 2010-2024年海航营业收入结构



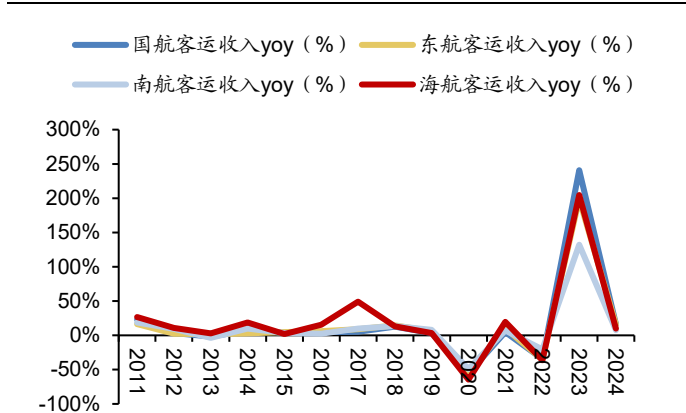
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 33: 客运业务为海航贡献约九成营收



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

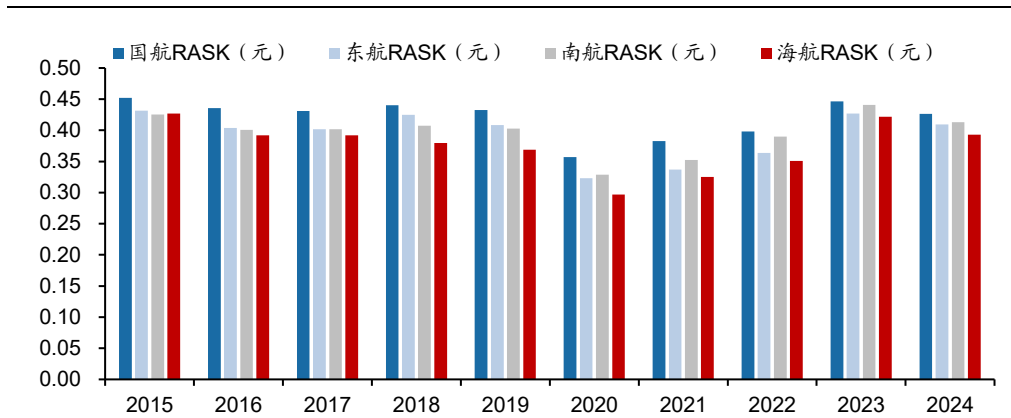
图 34: 海航客运收入波动趋势与三大航同频



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

以 RASK 为核心指标拆解客运收入质量, 可见方大集团入主后公司的收益管理能力显著提升。2015-2019 年, 海航年均 RASK 为 0.3919 元, 略低于三大航 RASK 均值 0.4199 元。其中, 2018-2019 年海航经营承压, 2019 年 RASK 下滑至 0.3690 元。疫情期间, 海航与行业同受客运需求锐减的影响, 2020-2022 年年均 RASK 继续下跌至 0.3242 元低位。方大集团入主后, 推动了一系列的收益管理改革, 例如建立每日生产经营会议制度、实施“颗粒度”精细化管理等, 公司经营质量显著优化。2024 年海航控股的 RASK 为 0.3928 元, 恢复至 2019 年的 106.44%, 与三大航之间 RASK 的差距也明显缩小。进入暑运, 票价弹性或将放大, 有望进一步推高海航 RASK, 提高客收质量。

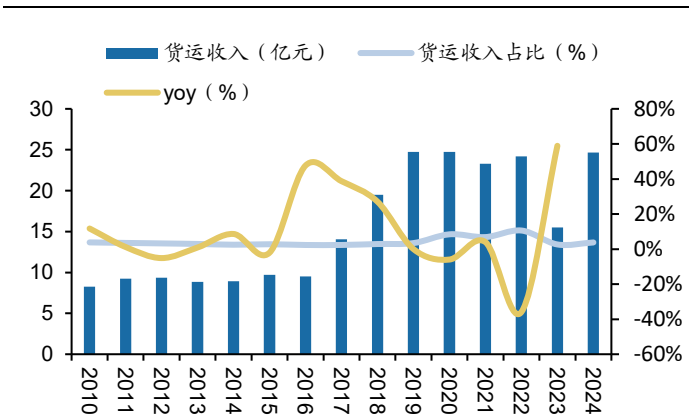
图 35: 海航RASK变动趋势与三大航同频 (客运收入口径)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

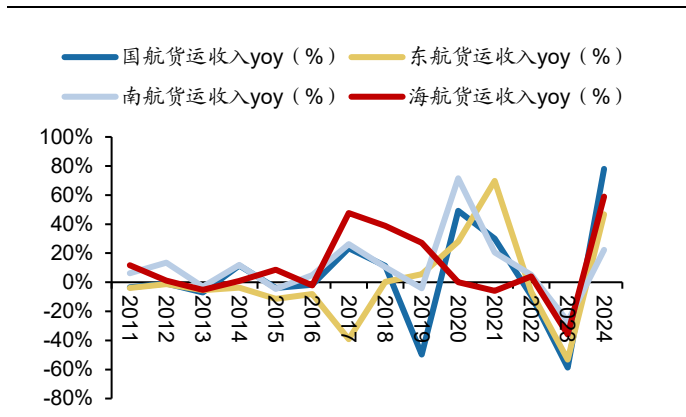
货运业务收入是海航的另一主要收入来源, 历年在海航总营收占比约为 3%。2010 年到 2019 年, 海航货运收入从 8.26 亿元增长到 24.75 亿元, CAGR+12.97%。2020-2022 年疫情期间, 海航货运收入分别为 24.75 亿元、23.27 亿元、24.20 亿元, 因客运业务受疫情冲击较大, 货运业务的营收占比由先前的 3%左右分别提升至 8.42%、6.84%、10.58%。2023-2024 年客运业务复苏后, 货运收入占比已回落至约 3%的历史水平, 但绝对规模仍与疫情前的高位持平, 货运业务的经营韧性凸显。

图 36: 海航货运业务收入疫情期间占比提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

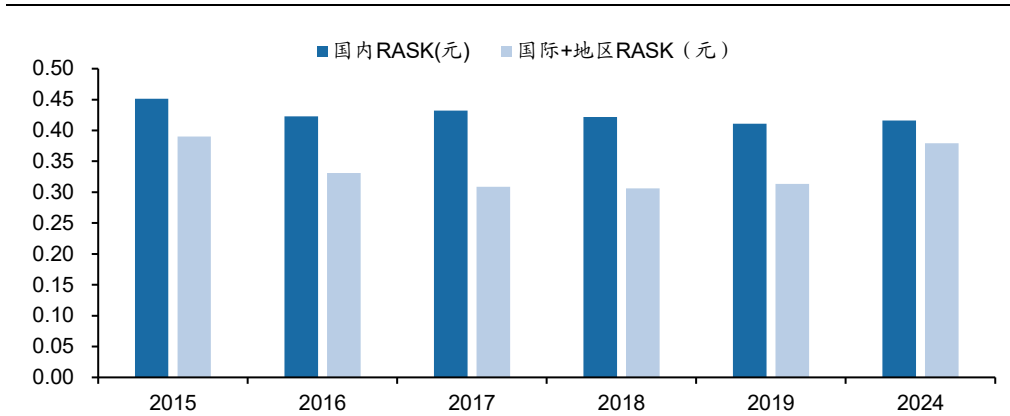
图 37: 航司货运收入变动对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

客运业务收入与货运业务收入共同构成海航的主营业务收入, 以 RASK 为核心指标分地区拆解主营业务收入质量来看, 国际及地区的业务恢复情况尤为亮眼。2024 年, 国内主营业务收入口径下的 RASK 为 0.4160 元, 恢复至 2019 年的 101.27%, 基本持平疫前水平; 国际及地区主营业务收入口径下的 RASK 为 0.3793 元, 恢复至 2019 年的 121.07%。国际业务 RASK 的强劲反弹, 一方面是全球航空市场复苏趋势的加持, 另一方面也是方大集团落实收益管理精细化、提升市场响应敏捷度的成效所在。

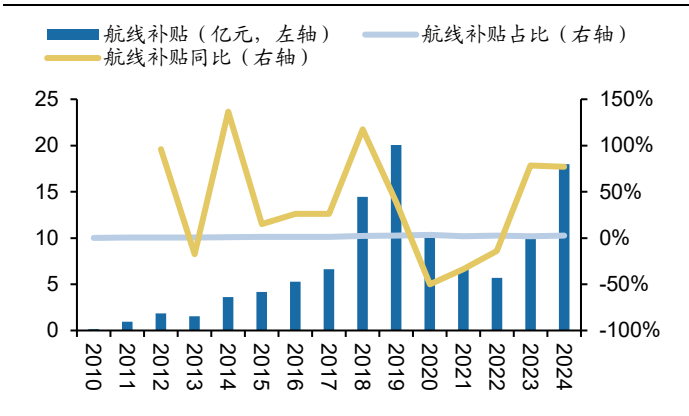
图 38: 海航主营业务收入质量分析: 分地区RASK对比



数据来源: 广发证券发展研究中心

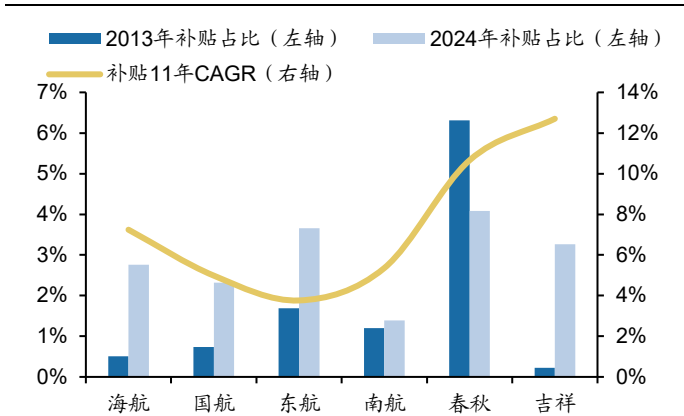
其他运输收入(如退票手续费等)以及辅营业务收入构成海航剩余部分营收。其中, 辅营收入大小较为稳定, 每年在 20-30 亿元之间, 约占总营收的 5%-10%, 峰值为 2019 年的 53.39 亿元。此外, 航线补贴已由 2013 年的 1.53 亿元增长至 2024 年的 17.99 亿元, 占总营收的 2.76%, CAGR+7.24%, 复合增速虽次于春秋航与吉祥航, 但高于三大航。

图 39: 2010-2024年海航航线补贴



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 40: 海航补贴CAGR增速高于三大航

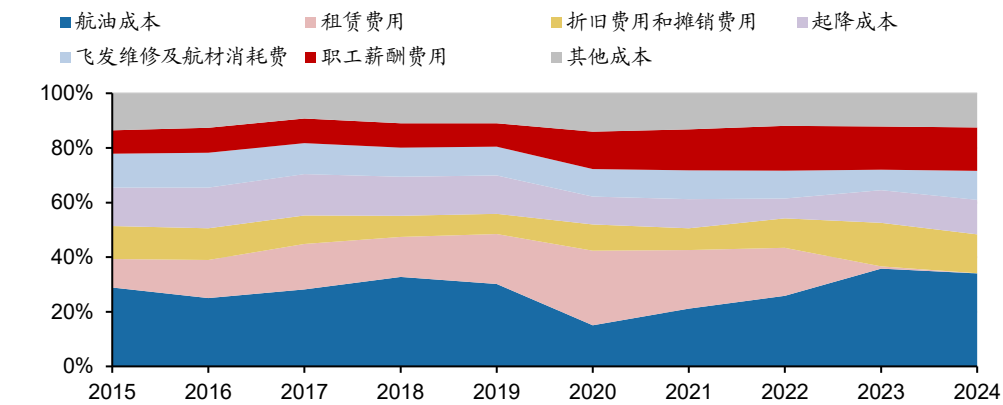


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 成本端: 方大入主强化成本管控, 打开弹性定价空间

从成本结构看, 海航的营业成本主要由航油成本、租赁费用、折旧摊销费用、起降成本、发动机维修和航材消耗费、职工薪酬费用以及其他成本组成。其中, 航油成本、职工薪酬费用以及折旧摊销费用为公司的前三大成本, 2024 年分别占比 34.09%、15.95%以及 14.26%。

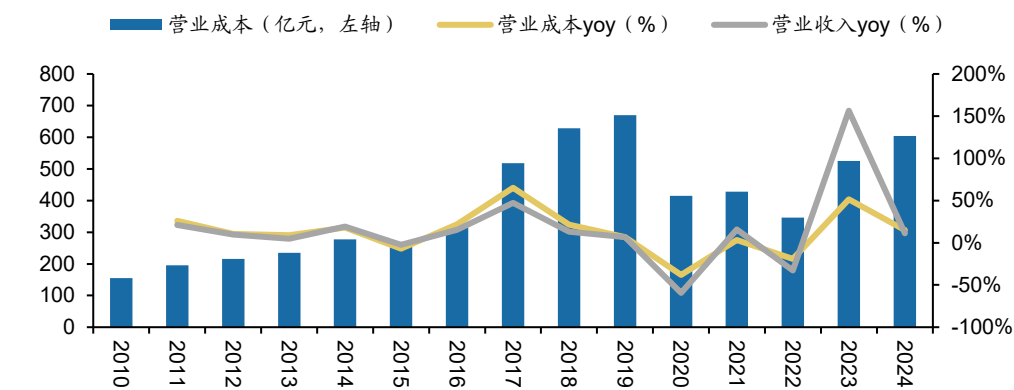
图 41: 2024年海航航油成本占比达34.09%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2010-2019年,海航的成本增速长期高于收入增速,营业成本从154.93亿元增长到670.18亿元,9年CAGR+17.67%,同期收入CAGR+14.32%,毛利释放受到拖累。2021年底方大集团入主后,将“日成本管理”模式深度植入海航运营体系,对燃油、起降、维修等环节加强监控把握。据悉,截至2024年底,新海航已累计识别成本问题点近万项,累计实现降本增效金额超过170亿元。

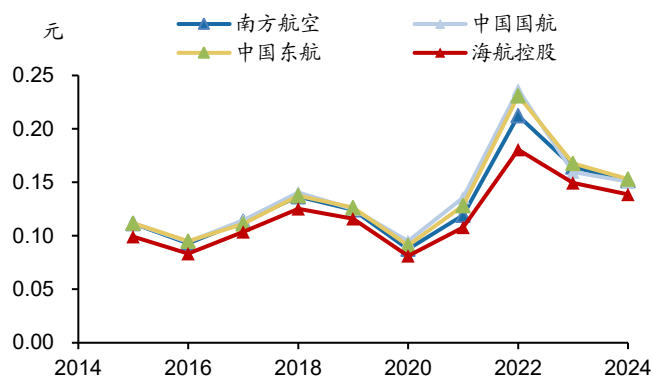
图 42: 海航营业成本增速长期快于营业收入增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

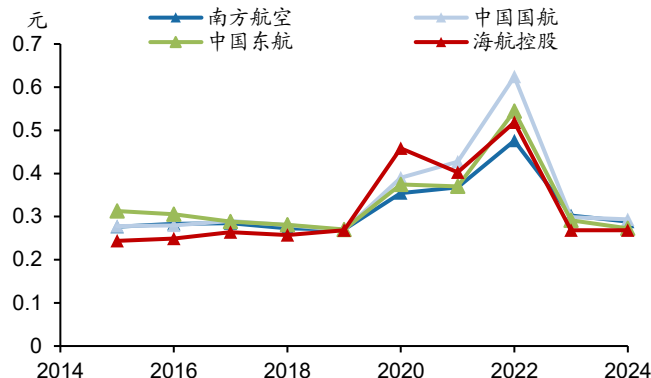
分单位成本看,2015-2024年海航平均单位ASK航油成本为0.1185元,显著低于国航(0.1364元)、东航(0.1353元)与南航(0.1314元),主要受益于海南自贸港的航油采购优惠政策以及主力机型B787-9的高燃油效率。此外,公司还不断推进核心市场与基地运营效率的提升,成本管理日益精细化。2015-2024年海航平均单位ASK扣油成本为0.3199元,虽略高于南航(0.3175元),但低于东航(0.3310元)与国航(0.3429元)。较低的单位ASK成本,是公司疫后盈利能力修复的关键因素,也为公司在票价敏感型市场中打开了弹性定价空间。

图 43: 2015-2024年航司单位ASK航油成本



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

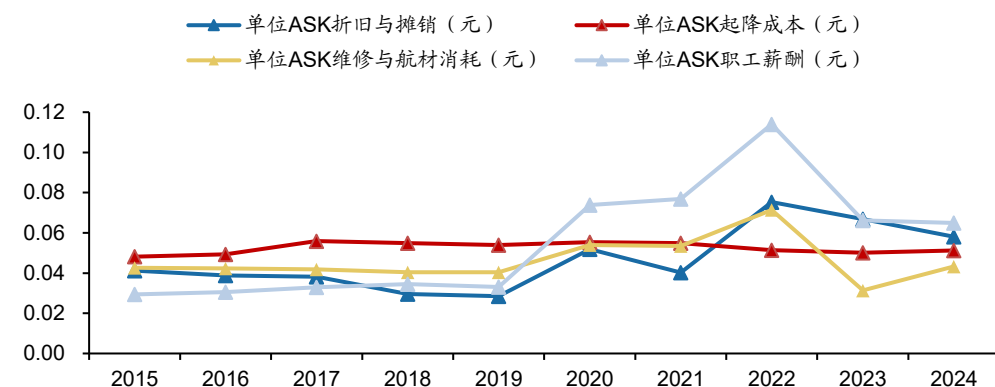
图 44: 2015-2024年航司单位ASK扣油成本



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

具体看单位ASK扣油成本的结构变动,人力成本与资产折旧成本是扣油成本增长的主因,运营成本相对控制得当。2015-2024年,因行业人力成本刚性增加与机队逐年更新迭代,公司单位ASK职工薪酬与单位ASK折旧与摊销以9.21%、3.87%的年复合增长率逐年攀升。而单位ASK起降成本、单位ASK维修与航材消耗增幅不大,9年CAGR分别+0.71%、+0.16%,主要得益于机场收费政策的稳定以及海航对维修成本的精细化管控能力。

图 45: 2015-2024年单位ASK扣油成本的结构变动



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

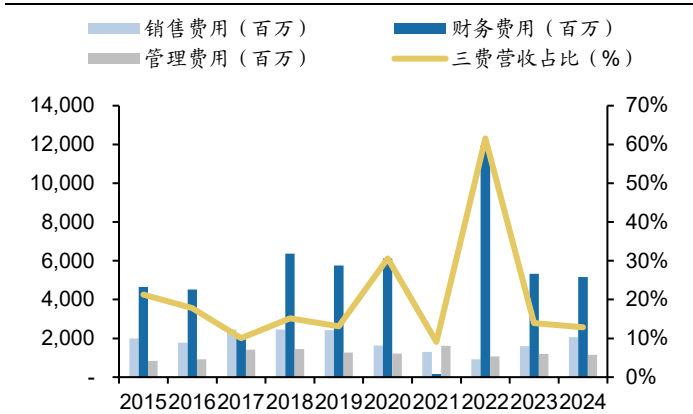
(三) 费用端: 三费营收占比偏高, 静待未来盈利能力修复

海航的三项费用(销售费用、财务费用与管理费用)营收占比通常维持在10%-20%,相对其他航司的三费营收占比偏高。其中,财务费用是三费的主要组成部分,于三费中长期占比约60%。公司单位ASK财务费用长期高于同期三大航水平,成为拖累净利润的重要因素。公司财务费用受美元负债影响显著。截至2024年,公司美元负债规模已达648.47亿美元,过去9年复合增长率达7.87%。2024年公司的资产负债率已攀升至98.91%,高于行业平均水平。

2020-2022年期间,公司受破产重组、汇率波动导致的汇兑损失等特殊因素影响,财务费用出现异常波动,致使三费营收占比在2022年达到61.56%的历史峰值,显著偏离正常水平。2023年往后,公司通过缩减债务规模以减少利息支出,提升经营

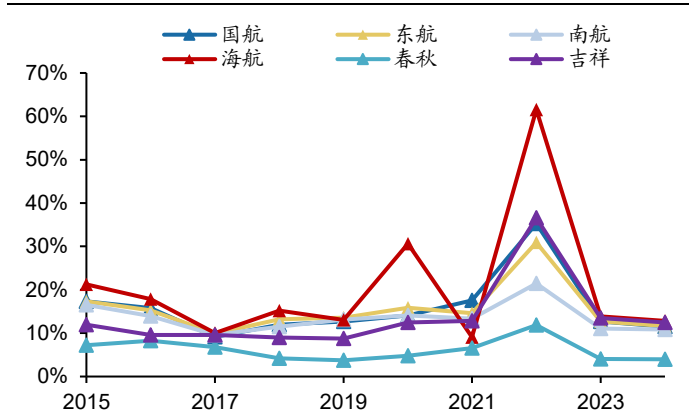
效率以控制运营成本，叠加人民币汇率趋稳降低汇兑损失，公司的三费营收占比已重新回落至 10%-20% 的区间，回归到常态化运营阶段。

图 46: 2015-2024 年海航三费情况



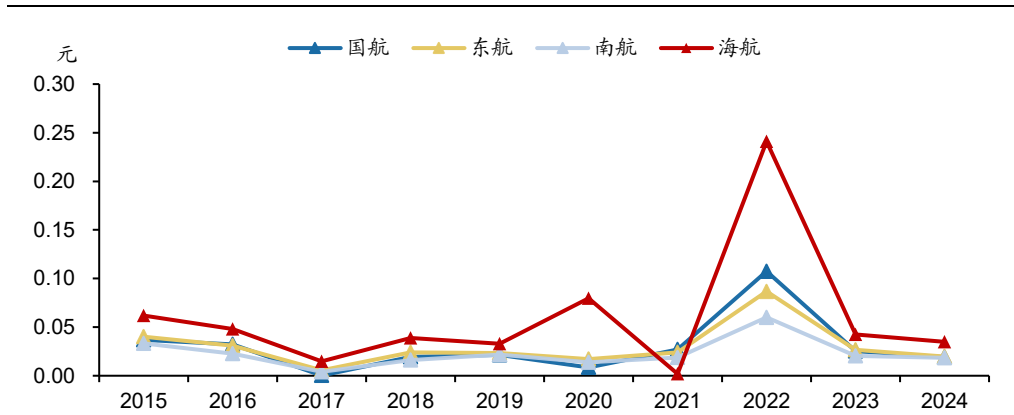
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 47: 2015-2024 年海航三费营收占比偏高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

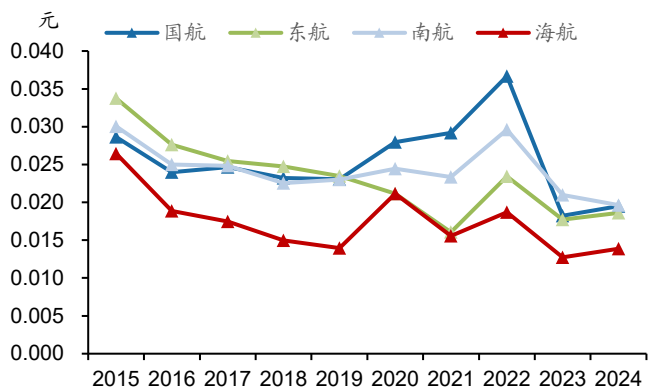
图 48: 2015-2024 年单位 ASK 财务费用对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

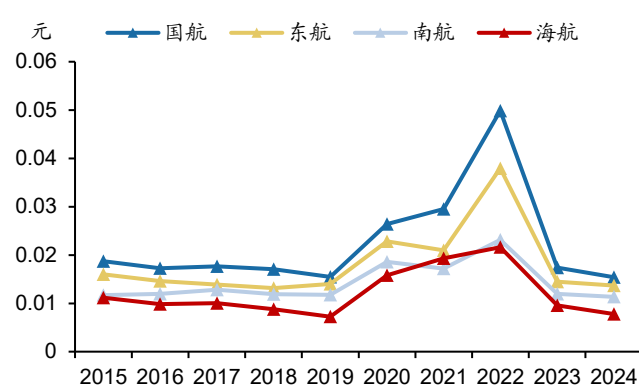
但自 2015 年以来，公司的单位 ASK 销售费用与单位 ASK 管理费用长期优于三大航。2024 年，海航的单位 ASK 销售费用为 0.0139 元，同比 2015 年降低 47.58%；海航的单位 ASK 管理费用为 0.00779 元，同比 2015 年降低 30.38%，可见公司在降本增效以及精细化管理取得积极进展。

图 49: 2015-2024年单位ASK销售费用对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

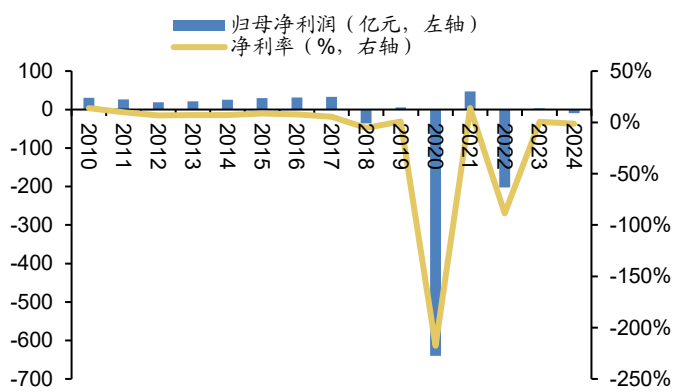
图 50: 2015-2024单位ASK管理费用对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

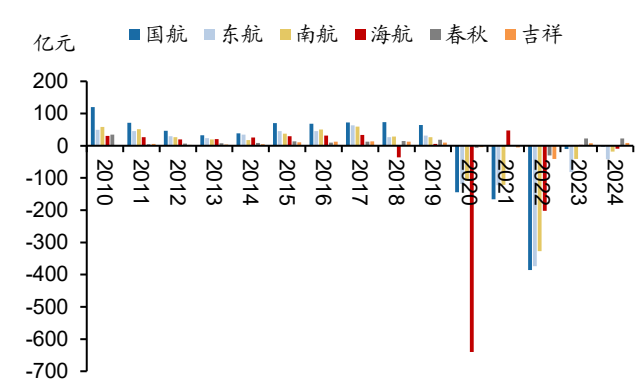
2010-2019 年公司营业成本 CAGR+11.03%，快于营业收入 CAGR+9.89%，这一结构性差异叠加长期高企的财务费用，导致公司的净利率承压下行。2020 年，公司进入破产重组流程，在计提大额资产减值损失的同时，还遭遇疫情爆发导致客运收入骤降 64.54%，由此产生 640.03 亿的巨额亏损，净利率跌至 -217.7%。经历深度调整以及方大集团入主整顿后，公司负债规模显著降低，财务费用压力得到缓解，于 2021 年实现扭亏为盈，实现归母净利润 47.21 亿元（净利率为 13.88%）。随后三年公司净利润随行业周期波动调整，虽与同业仍有差距，但基本面已然向好。展望未来，在债务结构优化和运营效率提升的双重驱动下，公司盈利能力有望持续修复。

图 51: 2020年海航亏损严重



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 52: 2010-2024各航司归母净利润对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、中长期供给承压，需求端潜力释放

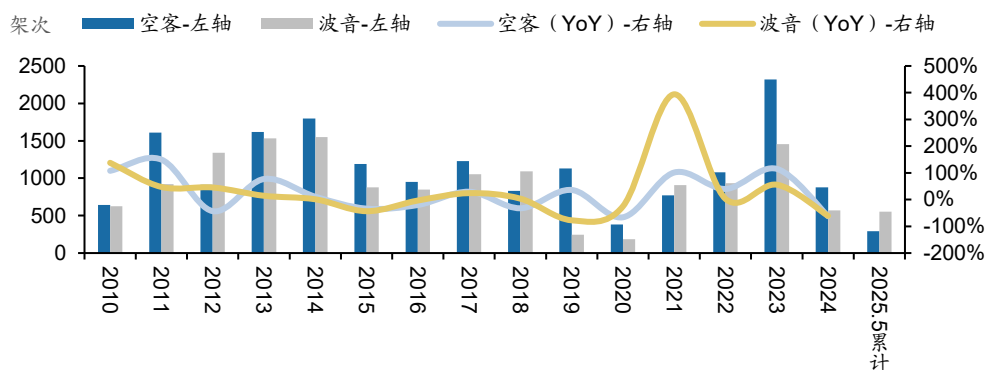
（一）供给端：产能有所修复，但中长期看供给格局仍然偏紧

订单储备方面，受益于疫后航空出行需求修复与航司机队策略性调整，2023年波音与空客的飞机订单量同比分别增长55.72%与115.12%。基于此高基数增长，2024年波音与空客的飞机订单量均同比下降60%左右。截止至2025年5月30日，波音的飞机订单累计已达552架，其中5月13日至5月16日特朗普访问中东期间，中东地区三国下单波音飞机达268架，政治因素（如政治协议、地缘政治冲突等）或成为未来影响飞机供给格局的关键变量。

实际交付能力方面，飞机制造商受航材供给不足、人力资源紧缺等因素限制，产能仍在逐步修复中。2024年波音交付量同比减少34.09%，空客交付量同比小幅提升4.2%。但进入2025年，波音连续5个月的交付架次突破40架，产能爬坡速度有所提升；空客的月交付架次数量虽不及去年同期，但仍保持月均48架次的稳定交付水平。主要飞机制造厂商的产能得到实质性恢复。

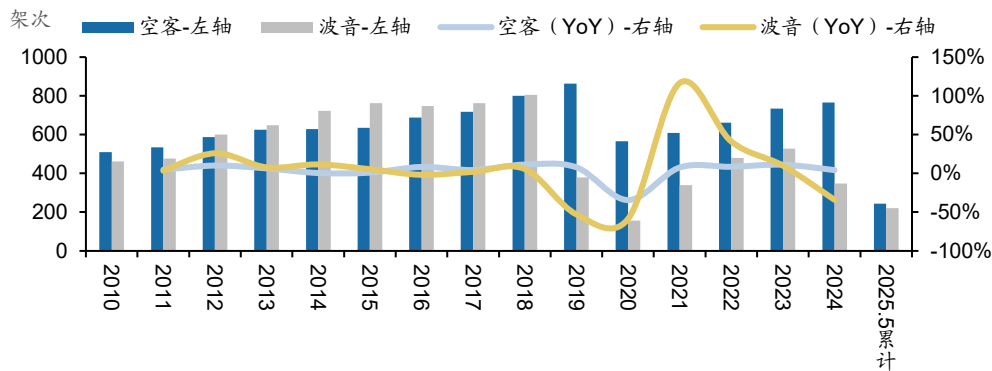
当下行业内飞机制作厂商的交付能力尚无法完全覆盖来自航司的飞机订单需求，短期波音与空客的交付能力有所修复，但长期行业供给格局仍然偏紧。供应链的稳定性、航空公司实际飞机需求以及政治变动等因素将影响未来行业长期供给能力。

图 53：波音与空客飞机订单情况



数据来源：波音官网，空客官网，广发证券发展研究中心

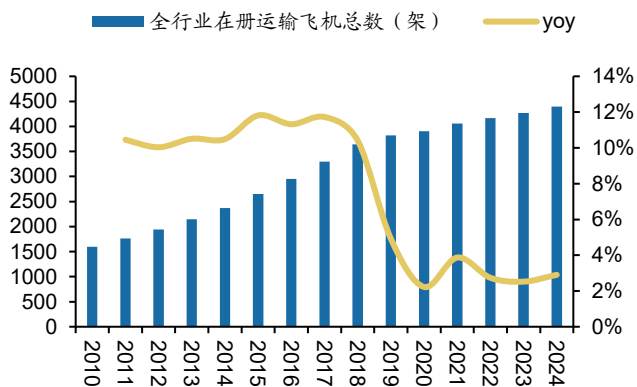
图 54: 波音与空客飞机交付情况



数据来源：波音官网，空客官网，广发证券发展研究中心

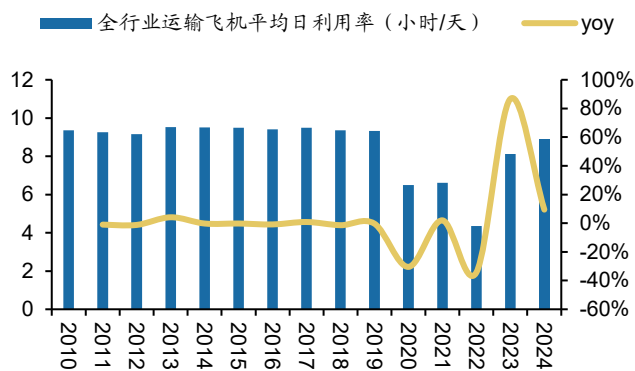
根据中国民用航空局数据，截止 2024 年底，我国共有运输航空公司 66 家，全行业在册飞机数 4394 架。2019 年之前，我国民航机队年均增速保持在 10% 左右，受宏观经济调整、行业结构性优化等因素影响，2019 年民航机队增速回落至 5% 以下。疫情过后，由于航空公司资产负债率较高等原因，机队规模增速进一步放缓至 2%-3%，预计未来仍将维持这一趋势。飞机日利用率方面，2024 年全行业运输飞机平均日利用率为 8.89 小时/天，同比增加 9.48%，但与 2019 年仍有 0.44 小时的差距，主要受国际长航线恢复不足、部分宽体机利用率偏低等因素的影响，未来仍有可提高的空间。

图 55: 全行业在册运输飞机总数



数据来源：中国民用航空局，广发证券发展研究中心

图 56: 全行业平均飞机日利用率



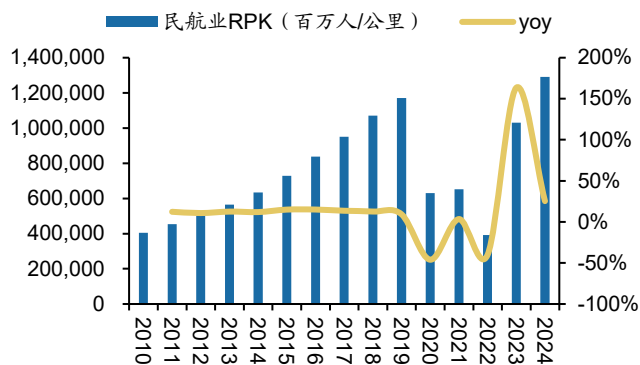
数据来源：中国民用航空局，广发证券发展研究中心

（二）需求端：行业 RPK 快速修复，客座率已超疫情前水平

行业 RPK 长期增长趋势显著，受疫情冲击后快速修复，需求端进入平稳复苏通道。2010-2019 年行业 RPK 年均复合增长率为 12.55%，2020-2022 年因疫情影响行业 RPK 同比分别-46.08%、+3.46%、-40.06%跌至低谷。疫情后，游客报复式出行，行业 RPK 同比增长+163.41%。基于高基数，2024 年行业 RPK 同比仍增长 25.28% 至新高。在国际线与地区线尚未完全恢复至 2019 年同期水平的背景下，行业 RPK 未来仍有较大的增长空间。全行业平均正班客座率与 RPK 的变动趋势基本一致，2024 年全行业平均正班客座率为 83.30%，同比 2019 年+0.1pp，已恢复至疫前水

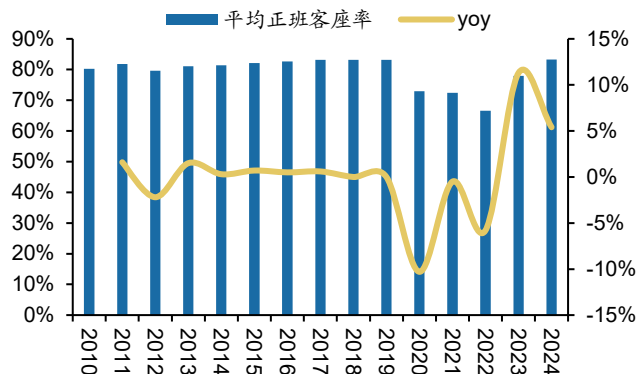
平且有向好改善趋势。

图 57: 全行业RPK快速修复



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 58: 全行业平均正班客座率



数据来源: 中国民用航空局, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

当前市场需求恢复形势明朗，运力供给端偏紧，行业整体客座率较高，票价具备一定弹性空间。油汇方面，短期内地缘政治冲突虽推高油价，但2025年原油市场预计仍然供过于求，油价总体趋势向下。同时，当下的汇率环境趋于稳定，国内航司的汇兑风险偏低。这些因素共同构成了行业向好的基础。

结合方大集团入主后，海航降本增益、经营水平优化的近况，我们预计2025-2027年海航ASK（运力投入）增幅分别为10.62%/5.16%/4.87%，RPK（运力需求）增幅分别为12.03%/5.81%/5.68%。营收方面，我们预计2025-2027年公司整体的营业收入为730.47/779.24/829.26亿元，同比分别增长11.97%/6.68%/6.42%。其中，客运业务收入方面，我们预计客公里收入同比分别增长-0.50%/0.50%/0.50%，客运周转量同比分别增长11.31%/5.98%/5.12%，从而预计客运业务收入同比分别增长11.47%/6.34%/6.21%；货运及其他业务收入方面，我们分货运收入、退票手续费收入、飞机租赁收入、飞机维修及服务、房屋租赁收入预测，最终我们预计货运及其他业务收入同比分别增长15.26%/8.77%/7.69%。我们预计未来三年营业成本为653.89/658.48/685.41亿元，其中，航油成本方面，我们预计航油成本同比分别增长-2.95%/-8.77%/4.12%。通过预测营业收入与营业成本，我们预计2025-2027年海航毛利率分别为10.48%/15.50%/17.36%，最终归母净利润我们预计为20.46/51.01/68.51亿元。

（二）投资建议

综合考虑公司经营管理绩效向好与油汇变动趋势，我们预计海航25-27年的营业收入为730.47/779.24/829.26亿元，归母净利润为20.46/51.01/68.51亿元。进入暑运旺季，出境游需求回暖，欧洲等国际长途航线恢复态势良好，暑运周期有望延长。海航在欧洲航线市场占有率优势明显，预计2025年暑运期间其客座率同比增幅有望领先同业，打开业绩增长空间。在航空这一典型周期行业中，大型航空公司的整体估值通常高于中小型航司。这主要源于大航在行业β上行阶段具备更强的业绩弹性——由于其规模效应和航线网络优势，当行业景气度回升时，大航的利润增长幅度往往更为显著。因此，在周期启动的初期阶段，大航有更高的估值溢价，以反映其更大的盈利修复空间和相对确定的增长潜力。考虑海航控股市场规模较大（市占率行业第四，仅次于三大航），因此可比公司重点参考三大航估值，给予35X 2025PE，对应合理价值1.66元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4: 海航分业务盈利预测拆分表

	2024A	2025E	2026E	2027E
收入				
客公里收入 (人民币/客公里)	0.46	0.45	0.46	0.46
增长率	-8.95%	-0.50%	0.50%	0.50%
客运用转量 (百万)	125,426	139,614	147,958	155,533
增长率	19.66%	11.31%	5.98%	5.12%
客座率 (%)	83.49%	84.55%	85.08%	85.74%
增长率	2.54%	1.27%	0.62%	0.78%
客运收入 (人民币 百万)	56,525	63,006	67,002	71,164
增长率	10.32%	11.47%	6.34%	6.21%
货运收入及其他 (人民币 百万)	8,711	10,041	10,922	11,762
增长率	17.69%	15.26%	8.77%	7.69%
主营收入净额 (人民币 百万)	65,236	73,047	77,924	82,926
增长率	11.25%	11.97%	6.68%	6.42%
成本				
燃油成本 (人民币 百万)	20588	19979	18227	18977
增长率	9.60%	-2.95%	-8.77%	4.12%
汇兑收益 (人民币 百万)	1367.7	-2503.5	-1348.1	0.0
增长率	-7.10%	-283.04%	-46.15%	-100.00%
主营业务成本 (人民币 百万)	60387	65389	65848	68541
增长率	15.04%	8.28%	0.70%	4.09%
利润				
毛利 (人民币 百万)	6,148.13	4,848.64	7,658.20	12,075.96
毛利率 (%)	7.43%	10.48%	15.50%	17.35%
归母净利润 (人民币 百万)	-921	2,046	5,101	6,851
增长率	-396.35%	-322.15%	149.24%	34.32%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 可比公司估值表

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
海航控股	600221.SH	航空与物流	605.0189	-9.21	20.31	49.84	-64.74	29.36	11.97
中国国航	601111.SH	航空与物流	1,305.1419	-2.37	41.80	86.74	-561.21	31.22	15.05
春秋航空	601021.SH	航空与物流	532.2134	22.73	27.18	32.92	23.42	19.58	16.17
吉祥航空	603885.SH	航空与物流	274.5295	9.14	15.42	21.37	30.03	17.80	12.84
华夏航空	002928.SZ	航空与物流	109.0340	2.68	6.46	10.13	40.69	16.88	10.77

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 海航控股盈利预测来自广发证券, 其余来自 Wind 一致预测。市值截止至 2025.07.16。

六、风险提示

（一）油汇大幅波动

地缘政治溢价、原油供需格局偏紧、OPEC政策调整等因素易推高布油价格，增加公司的航油成本，从而侵蚀利润空间。同时，特朗普关税政策、美联储以及央行实时动态将影响人民币汇率波动，于美元负债较多的航司将产生较大的汇兑损益。需警惕油价单边上涨与汇率贬值形成双击效应。

（二）民航突发事件

突发的航空安全事件于航司而言可能导致部分航班停飞、巨额赔偿支出及严格监管审查，公司的股价将有较大波动。同时，突发的航空安全事故也将引发公众对航空安全的担忧，短期内或影响客座率与票价，从而影响航司当期营收水平。

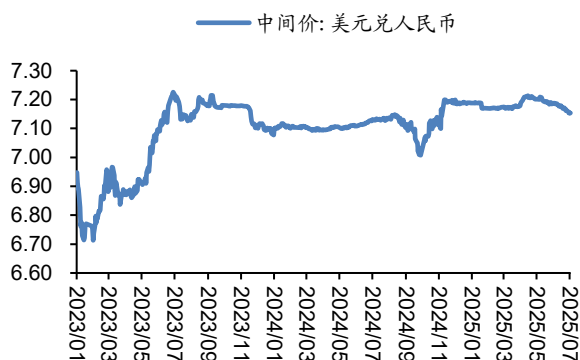
（三）公司业绩不及预期

暑运旺季是决定航司全年是否盈利的关键窗口期，若因台风暴雨等极端天气、突发航空事故或运力投放错配等原因导致公司客座率不及预期、票价承压下跌，可能将削弱暑运盈利贡献，进而拖累公司全年业绩。需密切关注机票预定量、票价指数等指标及行业竞争格局变化，警惕旺季业绩兑现度低于预期的风险。

（四）资产负债率过高

虽然方大集团注资帮海航缓解了短期资金压力，但海航的资产负债率仍然高企不下。截止至2024年底，海航的资产负债率仍然维持98.91%的高位。若航空需求受突发事件影响而产生波动或油价暴涨，易引发流动性危机。投资者需警惕资产负债表修复不及预期的风险。

图 59：中间价：美元兑人民币走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 60：布伦特原油走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	27,134	29,683	33,174	31,474	32,931
货币资金	8,871	11,500	13,222	10,574	10,928
应收及预付	3,924	5,023	5,573	5,855	6,196
存货	1,509	2,152	2,331	2,347	2,443
其他流动资产	12,830	11,008	12,048	12,698	13,364
非流动资产	106,901	112,024	108,130	104,154	99,874
长期股权投资	55	14	14	14	14
固定资产	36,823	37,096	37,798	38,409	38,876
在建工程	4,618	4,990	5,743	6,307	6,730
无形资产	1,563	1,503	1,353	1,203	1,053
其他长期资产	63,841	68,421	63,221	58,221	53,201
资产总计	134,035	141,707	141,304	135,628	132,804
流动负债	32,908	36,482	40,126	41,074	42,686
短期借款	1,606	2,009	2,509	3,009	3,509
应付及预收	11,639	15,667	16,964	17,084	17,782
其他流动负债	19,663	18,806	20,653	20,982	21,395
非流动负债	99,550	103,684	97,125	84,125	71,125
长期借款	45,615	47,518	42,518	34,518	26,518
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	53,935	56,166	54,607	49,607	44,607
负债合计	132,458	140,166	137,251	125,199	113,811
股本	43,216	43,216	43,216	43,216	43,216
资本公积	38,551	39,411	39,414	39,414	39,414
留存收益	-74,860	-75,694	-73,652	-68,552	-61,700
归属母公司股东权益	2,310	2,273	4,273	9,374	16,225
少数股东权益	-733	-732	-220	1,055	2,768
负债和股东权益	134,035	141,707	141,304	135,628	132,804

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	58641	65236	73047	77924	82926
营业成本	52493	60387	65389	65848	68541
营业税金及附加	161	169	189	202	215
销售费用	1599	2057	2191	2338	2488
管理费用	1201	1156	1294	1558	1659
研发费用	30	36	41	44	46
财务费用	5331	5160	3228	2846	2432
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	261	-116	0	0	0
投资净收益	187	54	219	234	249
营业利润	-676	-1344	2846	7337	9912
营业外收支	145	164	164	164	164
利润总额	-531	-1180	3010	7501	10076
所得税	-759	84	451	1125	1511
净利润	228	-1264	2558	6376	8564
少数股东损益	-83	-342	512	1275	1713
归属母公司净利润	311	-921	2046	5101	6851
EBITDA	14385	14188	15932	20322	22768
EPS (元)	0.01	-0.02	0.05	0.12	0.16

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8,083	14,133	15,398	18,424	20,916
净利润	228	-1,264	2,558	6,376	8,564
折旧摊销	9,998	10,428	9,695	9,975	10,260
营运资金变动	-6,052	-86	202	-500	9
其它	3,909	5,055	2,944	2,572	2,082
投资活动现金流	398	-606	-5,287	-5,462	-5,418
资本支出	-595	-2,929	-5,705	-5,696	-5,687
投资变动	-14	102	0	0	0
其他	1,008	2,220	418	234	269
筹资活动现金流	-16,276	-13,973	-8,384	-15,610	-15,144
银行借款	510	2,306	-4,500	-7,500	-7,500
股权融资	58	83	3	0	0
其他	-16,844	-16,363	-3,887	-8,110	-7,644
现金净增加额	-7,790	-460	1,723	-2,649	354
期初现金余额	9,708	1,918	1,458	3,181	532
期末现金余额	1,918	1,458	3,181	532	886

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	156.5%	11.2%	12.0%	6.7%	6.4%
营业利润	97.6%	-98.8%	311.7%	157.8%	35.1%
归母净利润	101.5%	-396.4%	322.2%	149.2%	34.3%
获利能力					
毛利率	10.5%	7.4%	10.5%	15.5%	17.3%
净利率	0.4%	-1.9%	3.5%	8.2%	10.3%
ROE	13.5%	-40.5%	47.9%	54.4%	42.2%
ROIC	-1.8%	3.8%	5.1%	9.0%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	98.8%	98.9%	97.1%	92.3%	85.7%
净负债比率	8,397.	9,093.	3,386.	1,200.	599.2%
流动比率	0.82	0.81	0.83	0.77	0.77
速动比率	0.68	0.66	0.68	0.63	0.63
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.47	0.52	0.56	0.62
应收账款周转率	31.26	21.12	19.30	18.85	18.83
存货周转率	37.10	32.99	29.17	28.15	28.62
每股指标 (元)					
每股收益	0.01	-0.02	0.05	0.12	0.16
每股经营现金流	0.19	0.33	0.36	0.43	0.48
每股净资产	0.05	0.05	0.10	0.22	0.38
估值比率					
P/E	195.71	—	29.56	11.86	8.83
P/B	25.63	32.32	14.16	6.45	3.73
EV/EBITDA	10.81	11.75	9.20	6.73	5.44

广发交通运输行业研究小组

- 许可**：首席分析师，西南财经大学硕士，7年证券从业经验，2年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。
- 陈宇**：联席首席分析师，南开大学本硕，7年交运行业研究经验，1年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。
- 周延宇**：资深分析师，毕业于兰州大学，5年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 李然**：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5年交运行业研究经验，深耕海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。
- 钟文海**：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。
- 王航**：交通运输行业分析师，香港中文大学(深圳)硕士，2年交运行业研究经验，深度价值导向，主攻交运基础设施方向。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。