



公司研究 | 深度报告 | 华夏航空 (002928.SZ)

全球视野解码支线航空——华夏模式的中国“答卷”

报告要点

站在当下，华夏航空迎来了重打鼓、再开张的机遇，有望重回历史增长曲线：1) 短期：机长缺口弥合，利用率弹性释放。22年开始公司机长缺口得到逐步缓解，飞机利用率随之改善，有望重回历史增长曲线；2) 中期：支线补贴大力倾斜，兜底行业 β 下行。公司航网更聚焦中西部等偏远区域，显著获益支线补贴新政，中期盈利更具确定性；3) 长期：与干线协同合作，实现二次流量变现。公司在干支结合的中转联程合作上更具优势，通过推出通程产品，充分利用干线航空公司的空置运力，实现支线流量的二次变现。预计公司2025-2027年实现归属净利润7.0亿、10.0亿以及12.1亿元，对应PE分别为15.8X、11.0X以及9.1X，维持“买入”评级。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



赵超

SAC: S0490520020001



张银晗

SAC: S0490520080027

华夏航空 (002928.SZ)

全球视野解码支线航空——华夏模式的中国“答卷”

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

引言：海外支线航空的“抢跑”之谜

纵览全球，支线航空是幅员辽阔大国的“必需品”，搭建起遍布国土的出行毛细血管；北美市场最为成熟，全球市占率达到 55%，远超其他区域。支线航空主要有四种运营模式，其中运力购买模式最为流行，占比约为 46%。落地美国市场，相较干线航司，支线航空龙头西空航空股价表现“一骑绝尘”，成功穿越 2020 年“黑天鹅”事件。**追本溯源，稳定盈利以及稳固格局是西空航空股价“超额涨幅”背后的核心原因：1) 需求暴跌之下，西空航空保持了盈利稳定且迅速修复；2) 进入壁垒高企，格局稳固，公司市占率逆势显著提升。**正是这种穿越“黑天鹅”事件的能力，使得西空航空长周期中估值中枢领先主要干线航司。

强垄断：低价供给铸就占优格局

支线市场首先具有广阔的市场空间，依托广袤的国土面积，获益增长潜力；其次具有流量小的特点，其潜在需求相较干线往往更为贫瘠。与此同时，支线航空更是“不可或缺”的，以美国为例，其国土面积广阔、人口稀少、经济发展不均衡、基建能力弱的特征，决定支线航空能够为消费者解决“最后一公里”的出行痛点，提供基础出行服务，满足下沉市场的刚性出行需求。支线航空采用成本更低、座位数更少的支线飞机，挖掘下沉市场流量的需求，达到生产资料与市场需求特征的匹配，实现经济性最大化，通过低价供给铸就进入壁垒，格局具有垄断属性。

稳确定：承接需求，转嫁风险

长周期盈利稳定性比肩电力能源公司，可见支线航空是**类基建品种，具有公共事业属性**：一方面，支线航空是航空市场的“毛细血管”，与干线航司分红合作，将消费者从“门庭若市”的核心枢纽，运送到“无人问津”的小型城镇，承接最基础、最刚性的出行需求。另一方面，支线航空通过运力采购协议，签署舱位“出租”合同，向干线航司传导和转嫁需求价格以及可变运营成本波动的风险，抚平自身盈利周期，实现盈利稳定最大化。

华夏航空的 Alpha：拐点已至，扬帆再起航

对标海外成熟支线航空市场，华夏航空作为国内的支线航司龙头具有相同的稳定属性以及垄断属性：首先，中国国情下地方财政兜底支线航空业务，以获益航空的经济正外部性；其次，支线飞机成本优势显著、航网聚焦中西部省份、民企独立性突出的特征，铸就华夏航空占优的竞争格局，具有垄断性。而相较海外航司，华夏航空成长的天花板更高：1) 随着现有航点的加密，长期看潜在空间广阔；2) 考虑新增支线机场以及 ARJ21 投入运营，通过“填白”跨区域对飞与高原市场，进一步打开远期空间。

站在当下，华夏航空迎来了**重打鼓、再开张的机遇，有望重回历史增长曲线**：1) 短期：机长缺口弥合，利用率弹性释放。22 年开始公司机长缺口得到逐步缓解，飞机利用率随之改善，重回增长曲线；2) 中期：支线补贴大力倾斜，兜底行业β下行。公司航网更聚焦中西部等偏远区域，获益支线补贴新政，中期盈利更具确定性；3) 长期：与干线协同合作，实现二次流量变现。公司在干支结合的中转联程合作上更具优势，通过推出通程产品，充分利用干线航司的空置运力，实现支线流量的二次变现。预计公司 2025-2027 年实现归属净利润 7.0 亿、10.0 亿以及 12.1 亿元，对应 PE 分别为 15.8X、11.0X 以及 9.1X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、宏观经济波动风险；
- 2、油价大幅上涨，汇率大幅波动风险；
- 3、支线补贴政策变动风险；
- 4、资本开支风险；
- 5、盈利预测不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	8.62
总股本(万股)	127,824
流通A股/B股(万股)	127,824/0
每股净资产(元)	2.69
近12月最高/最低价(元)	9.36/5.13

注：股价为 2025 年 8 月 11 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究


 更多研报请访问
 长江研究小程序

目录

引言：海外支线航空的“抢跑”之谜.....	8
大国“必需品”：遍布全国的毛细血管	8
“一骑绝尘”的股价：穿越“黑天鹅”，垄断属性突出.....	10
强垄断：低价供给铸就占优格局.....	13
利基市场：空间广阔但土壤贫瘠	13
不可或缺：出行市场的“最后一公里”	15
效益最优：生产资料匹配稀薄需求.....	17
稳确定：承接需求，转嫁风险	19
细分需求：从“门庭若市”到“无人问津”	19
共担风险：运力采购协议抚平价格波动	21
成本转嫁：干线航司承担非可控运营成本.....	24
华夏航空的 Alpha：拐点已至，扬帆再起航.....	25
对标海外：相同的稳定与垄断，不同的成长天花板	26
投资建议：重打鼓、再开张.....	36
风险提示.....	42

图表目录

图 1：支线航空在全球范围内均有广泛布局.....	8
图 2：2018 年支线航空在全球不同区域市场份额占比	9
图 3：2018 年全球支线航空市场份额	9
图 4：2010-2018 年全球范围内支线航空座位数保持稳步增长	9
图 5：全球范围内支线航空的运营主要有四种模式	9
图 6：相较干线航空，西空航空的股价走势在 2022 年开始出现分化	10
图 7：相较干线航空，西空航空的股价涨幅更为显著.....	10
图 8：相较干线航司，支线航司的盈利能力更为稳定且恢复的更快.....	11
图 9：相较干线航司，支线航司的盈利能力更为稳定.....	11
图 10：20 年之后，美国支线航空率先恢复，后受制于飞行员短缺影响.....	11
图 11：1980 年以来支线航空市场增速领先行业整体水平	12
图 12：2020-2021 年，美国支线航空的市占率略有上涨.....	12
图 13：2023 年，支线龙头西空航空的市占率相较 2019 年显著提升	12
图 14：西空航空机队规模以及机队占支线航空比重	12
图 15：西空航空的 PE 估值中位数领先三大全服务航司，低于低成本航司.....	12
图 16：2023 年美国境内所有仅运营支线航线的机场	13
图 17：西空航空与四个主要全服务航司的合作航网脉络布局美国全境	13
图 18：支线航空在美国民航市场中占有重要地位.....	14
图 19：2023 年，美国客运量中 31%由支线航司运输.....	14
图 20：2023 年，美国有 426 座机场仅有支线航空业务（单位：座）	14

图 21: 2023 年, 63%的美国机场仅有支线航空服务	14
图 22: 在美国, 经济发展相对疲弱的州的支线航空市占率往往更高	14
图 23: 在美国, 支线航空市占率高的州的客运量相对较为稀薄	14
图 24: 2024Q4-2025Q1 美国不同州真实 GDP 环比变动	15
图 25: 美国整体呈现地广人稀的特征, 人口密集地集中在东西部以及南部沿海区域	15
图 26: 相较中国市场, 美国其他运输方式的基建能力相对较弱	16
图 27: 2019 年美国旅客周转量中航空占比仅次于公路运输	16
图 28: 2019 年美国的机场数量远超中国市场	16
图 29: 2019 年美国的机场网络密度远超中国市场	16
图 30: 航空运输单位盈利收益在多种出行方式中具有性价比	17
图 31: 2019 年美国家庭年度平均城际交通支出	17
图 32: 美国依赖支线航司, 将航网的触角渗透入小型城市	17
图 33: 美国支线航空主体多运营以下支线机型	18
图 34: 2023 年美国支线航空飞机机型结构	18
图 35: 美国支线航空的座位数远低于干线航空	18
图 36: 美国支线航空市场客座率远低于行业整体国内客座率	18
图 37: 支线飞机的总座位运营成本远低于干线飞机	18
图 38: 通过降低运营成本, 西空航空的营业利润率相较达美仍然具有优势	19
图 39: 支线航司盈利波动性远低于干线航司	19
图 40: 美国不同层级航点之间的连接密度远超欧洲以及中国	20
图 41: 美国航空市场客流分布长尾效应显著	21
图 42: 美国航空市场的航空通达性强	21
图 43: 美国航空中, 部分短途航线飞行频次超过长途枢纽航线	21
图 44: 美国航空市场的更为均衡	21
图 45: 根据 RAA 披露, 2023 年支线航司获得的 EAS 年度合同补贴情况	22
图 46: 2024Q3 美国干线航空的支线 CPA 协议承运飞机数量 (架)	22
图 47: 2024Q3 美国主流干线航空的支线 CPA 协议承运飞机数量占比	22
图 48: 2020-2022 年, 西空航空平均票价获益于 CPA 模式兜底	23
图 49: 2020 年, 获益于 CPA 模式的兜底, 西空航空均价逆势上涨	23
图 50: 2020 年, 获益于 CPA 模式的兜底, 西空航空飞行协议收入跌幅显著低于客运量下降幅度	24
图 51: 获益于 CPA 模式兜底, 西空航空营业收入保持相对稳定	24
图 52: 对比 2024 年单客成本, 大部分科目中达美航空远超西空航空	25
图 53: 西空航空的飞行协议收入构成	25
图 54: 2024 年达美航空与西空航空成本构成对比	25
图 55: 中国各省份人均可支配收入存在较大的差异	26
图 56: 2020 年为例, 中国各省份之间人口密度差异较大	26
图 57: 华夏航空机构运力采购协议占比	27
图 58: 相较其他类型的地方财政支出, 交通与航空财政支出占比有限, 但经济乘数效应明显	28
图 59: 相较于其他靠补贴的行业, 支线航空现金流情况更优	28
图 60: 华夏航空近年来获得的支线补贴总额分区域构成	28
图 61: 华夏航空近年来获得的支线补贴总额以及同比增速	28
图 62: 2024 年华夏航空是支线航空市场第一大市占率航司	29

图 63: 2025 年夏秋航季华夏航空国内独飞航线占比远远领先	29
图 64: 华夏航空支线飞机的座位数远小于其他航司	29
图 65: 华夏航空的单班运营成本远小于其他航司	29
图 66: 2016 年, 华夏航空的前十大航线平均单班收入仅为 3.5 万元	30
图 67: 2017 年华夏与政府合作收入占地方财政支出的比例不足 0.5%	30
图 68: 华夏航空主要市场集中在高铁密度低的省份	30
图 69: 中长期铁路网规划图	30
图 70: 华夏航空时刻集中在新疆、内蒙、重庆以及贵州等中西部省份	30
图 71: 当前国内航司目前运营支线飞机的数量以及占自身机队比重	31
图 72: 支线机队运营企业中, 纯民企仅有华夏航空一家	31
图 73: 以成都航空为例, 国资背景的航司往往以主基地为核心发散航网	31
图 74: 相较海外成熟市场, 中国目前人均乘机次数存在较大提升空间	32
图 75: 相较美国市场, 中国目前支线航空仍然处在起步阶段	32
图 76: 按照民航局的规划, 远期国内支线机场将实现翻倍式的增长	35
图 77: 目前华夏航空的航线结构中省内对飞占比接近一半	35
图 78: 近年来华夏航空平均航距不断拉长	35
图 79: 2024 年高原支线机场数量占比达到 27%	36
图 80: 2023 年开始, 华夏航空的机长人数得到有效补充	37
图 81: 华夏航空的单机对应机长人数逐步恢复到正常状态	37
图 82: 2023 年以来, 公司飞机利用率显著提升	37
图 83: 2023 年以来, 公司的单位非油成本得到有效摊薄	37
图 84: 随着利用率提升, 公司的航班量得到显著增长	38
图 85: 2019 年以来 A320 占比不断提升, 拉动单位非油成本的摊薄	38
图 86: 2024 年开始, 获益于支线补贴政策的变化, 华夏航空其他收益科目显著增长	39
图 87: 随着利用率爬坡, 新疆市场 22 年开始再度迎来快速爬坡	39
图 88: 2025 夏秋新疆市场在华夏航空内部航班量的占比显著提升	39
图 89: 支线与干线的客源地完全差异化	40
图 90: 差异化决定了支线和干线的合作大于竞争	40
图 91: 疆内支线网络布局催生库尔勒次级枢纽	40
图 92: 华夏航空推出覆盖全市场的通程产品	41
图 93: 联程互售航班的票价远超单程票价旅客	41
表 1: 全球范围内各区域支线航空经营模式分布	9
表 2: 以美国航司为例, 支线航空运营包含运力购买和航司子品牌	10
表 3: 2024Q3 美国干线航空的支线 CPA 协议承运情况	23
表 4: 运力购买协议之下, 干线与直线运营商的主要运营方式	24
表 5: 以支线机场漠河机场为例, 一年 0.3 亿的投资能够拉动年化 3 亿左右的经济收入, 乘数效应明显	27
表 6: 以 2017 年数据为例, 华夏航空针对地方政府的销售收入占地方财政支出比重不足 1%	28
表 7: 按照城市级别与核心腹地经济发展水平, 我们将目前国内的支线机场划分为五大类	32
表 8: 依据测算, 不考虑新增机场的背景下, 我们认为远期国内支线市场的规模广阔	34
表 9: 2016 年华夏航空前十大航线收入与航班数情况	34
表 10: ARJ21 与 CRJ900 标准关键参数对比	36

表 11：2023 年底，民航局对支线补贴政策做出调整.....	38
表 12：公司收入与利润敏感性分析.....	42

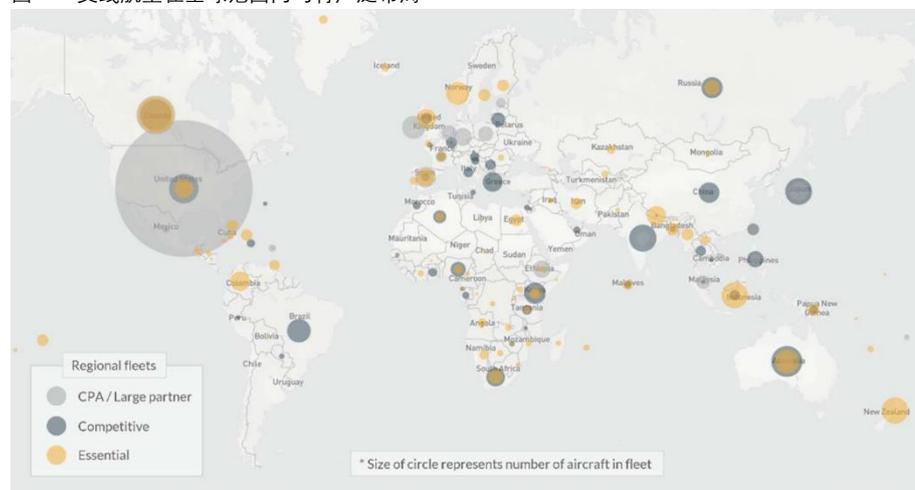
引言：海外支线航空的“抢跑”之谜

纵览全球，支线航空是幅员辽阔大国的“必需品”，搭建起遍布国土的出行毛细血管；北美市场最为成熟，全球市占率达到 55%，远超其他区域。支线航空主要有四种运营模式，其中运力购买模式最为流行，占比约为 46%。落地美国市场，相较干线航司，支线航空龙头西空航空股价表现“一骑绝尘”，成功穿越 2020 年“黑天鹅”事件。**追本溯源，稳定盈利以及稳固格局是西空航空股价“超额涨幅”背后的核心原因：1) 需求暴跌之下，西空航空保持了盈利稳定且迅速修复；2) 进入壁垒高企，格局稳固，公司市占率逆势显著提升。**正是这种穿越“黑天鹅”事件的能力，使得西空航空长周期中估值中枢领先主要干线航司。

大国“必需品”：遍布全国的毛细血管

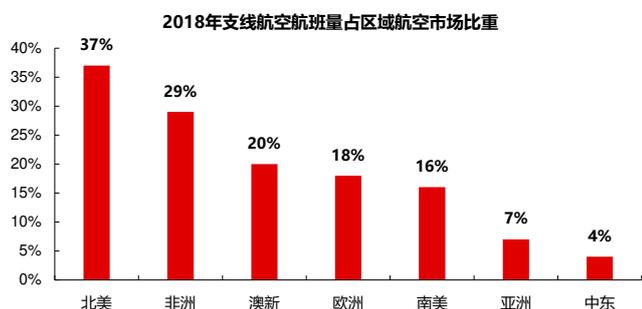
尽管相较持续占据垄断地位的全服务航司以及后起之秀、发展迅猛的低成本航司，支线航司在整个航空发展历程中似乎显得有些寂寂无名，但如果我们纵观全球航空业，将会饶有兴致的发现在国土面积遥遥领先的国度里，支线航空的身影几乎无处不在：从美国、非洲再到澳新以及欧洲，支线航空的平均市占率达到 26%，已经逐步发展成为不可忽视的坚实力量。其中，北美市场的发展最为成熟，2018 年北美市场占全球支线航空市场的比重已经达到 55%，远远领先其他区域。

图 1：支线航空在全球范围内均有广泛布局



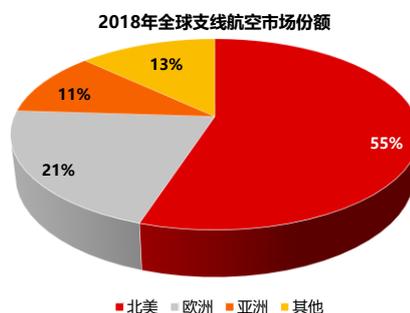
资料来源：ch-aviation, Visual Approach Research, 长江证券研究所

图 2：2018 年支线航空在全球不同区域市场份额占比



资料来源：民航新型智库，长江证券研究所

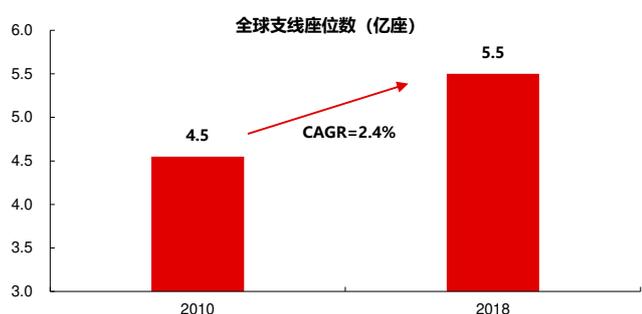
图 3：2018 年全球支线航空市场份额



资料来源：民航新型智库，长江证券研究所

从经营模式来看，全球范围内支线航空主要有四种运营模式，分别是运力购买模式（CPA）、航企另外建立支线子品牌运营模式、成立专门的支线航企独立运营模式以及航司自营模式即以自身品牌，与自己拥有的干线飞机混合运营。其中，运力购买模式是全球支线航空最为主流的运营模式，它是指大型网络航空公司向小型航空公司（主要是支线航空公司）购买运力的一种商业模式，流行于北美和澳新市场，全球范围内采用运力购买协议运营模式的支线航空机队规模占比约为 46%。

图 4：2010-2018 年全球范围内支线航空座位数保持稳步增长



资料来源：民航新型智库，长江证券研究所

图 5：全球范围内支线航空的运营主要有四种模式



资料来源：长江证券研究所

表 1：全球范围内各区域支线航空经营模式分布

机队规模（架）	购买运力 CPA	子品牌	独立运营	航司自营	合计
北美	1262	482	175	18	1937
欧洲	41	260	76	114	491
亚洲		52	75	138	265
澳新	109		15	28	152
南美		26	110		136
非洲			60	38	98
中东				10	10
总计	1412	820	511	346	3089
占比	45.7%	26.5%	16.5%	11.2%	100.0%

资料来源：COMAC，长江证券研究所

表 2: 以美国航司为例, 支线航空运营包含运力购买和航司子品牌

干线运营商	支线品牌	支线合作伙伴
美国航空	American Eagle	Compass Airlines, Envoy Air, ExpressJet Airlines, Mesa Airlines, Piedmont Airlines, PSA Airlines, Republic Airline, SkyWest Airlines, Trans States Airlines
达美航空	Delta Connection	Compass Airlines, Endeavor Air, ExpressJet Airline, GoJet Airlines, Republic Airline, SkyWest Airlines
美联航	United Express	Air Wisconsin Airlines, CommuteAir, ExpressJet Airlines, GoJet Airlines, Mesa Airline, Republic Airline, SkyWest Airlines, Trans States Airlines

资料来源: 美国航空公司官网, 长江证券研究所

“一骑绝尘”的股价: 穿越“黑天鹅”, 垄断属性突出

传统视角中, 航空是典型的重资产周期性行业, 具备强经营杠杆, 其利润是典型的多因素模型, 供需、油价以及汇率对利润的影响难以忽视, 也因此使得航空公司的抗风险能力不足, 在面对 2020 年公共卫生事件为代表的“黑天鹅”事件时, 由于需求暴跌, 往往极易出现巨幅亏损, 股价也随之产生巨幅波动。

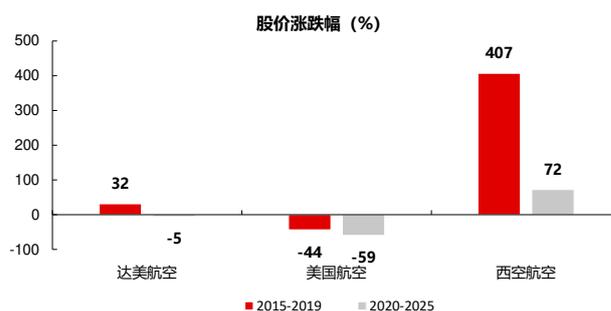
但当我们把视线投向支线航空发展最为成熟的美国市场, 会惊奇的发现在本轮 2020 年公共卫生事件影响期间, 美国的支线航空龙头西空航空的股价与传统航空公司呈现迥然不同的分化走势: 一方面, 相较全服务航司, 尽管受到 2020 年公共卫生事件爆发带来的需求重创, 西空航空 20 年至今的股价走势仍然保持了显著涨幅; 另一方面, 2022 年下半年开始, 西空航空的股价走势与干线航司出现显著分化, 股价涨幅远远领先干线航司。

图 6: 相较干线航空, 西空航空的股价走势在 2022 年开始出现分化



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 7: 相较干线航空, 西空航空的股价涨幅更为显著



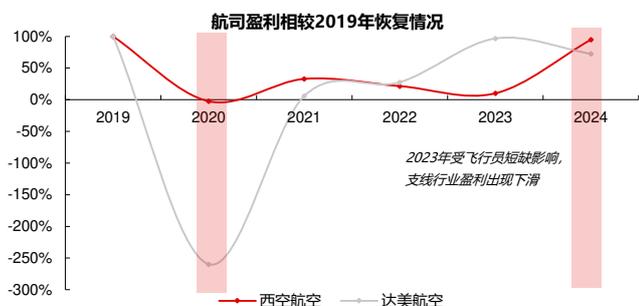
资料来源: Wind, 长江证券研究所

追本溯源, 稳定盈利以及稳固格局是西空航空股价“超额涨幅”背后的核心原因。

首先, 需求暴跌之下, 西空航空保持了盈利稳定且迅速修复。相较达美航空 124 亿美元的巨额亏损, 2020 年西空航空仅微亏 0.1 亿美元, 需求重挫之下公司盈利仍保持相对稳定, 且 2021 年迎来快速爬坡, 恢复斜率领先全服务航司。尽管 2022-2023 年支线市场受美国飞行员短缺影响较大, 干线市场“吸血”支线市场劳动力, 导致支线航空整体

运营数据以及盈利均出现一定程度下滑，但随着劳动力的补充到位，2024 年公司盈利率先走出低谷，基本恢复至 2019 年水平，领先于达美航空的 73%恢复比例。

图 8：相较于干线航司，支线航司的盈利能力更为稳定且恢复的更快



资料来源：Wind，西空航空和达美航空公司公告，长江证券研究所

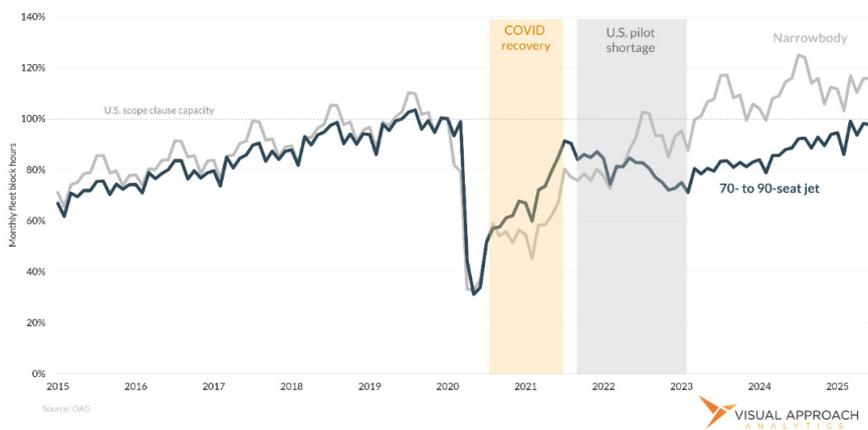
图 9：相较于干线航司，支线航司的盈利能力更为稳定



资料来源：Wind，西空航空和达美航空公司公告，长江证券研究所

图 10：20 年之后，美国支线航空率先恢复，后受制于飞行员短缺影响

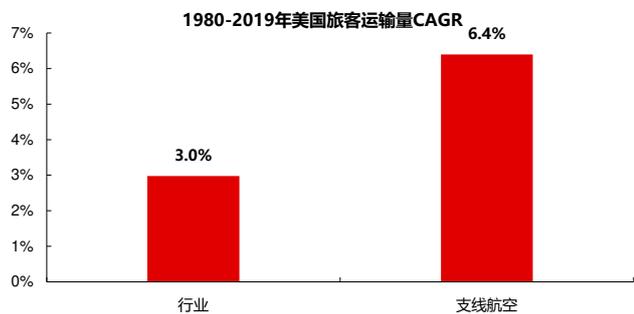
70- to 90-seat jets led early COVID recovery before U.S. pilot shortage – values remained stable
(Global monthly scheduled block hours of CRJ700, CRJ900, E170, E175, January 2015 – Jun 2025)



资料来源：ch-aviation, Visual Approach Analytics，长江证券研究所

其次，进入壁垒高企，格局稳固，龙头市占率显著提升。美国支线航空行业在发展历程中形成了高进入壁垒，整体呈现格局稳固的状态。2002-2019 年美国支线航空整体的市场份额稳步提升，2020 年后受益于更为稳健的经营能力，支线航空市占率略有提升。其中，西空航空作为行业龙头，20 年后集中度进一步提升，实现弯道超车，进一步巩固龙头地位。

图 11: 1980 年以来支线航空市场增速领先行业整体水平



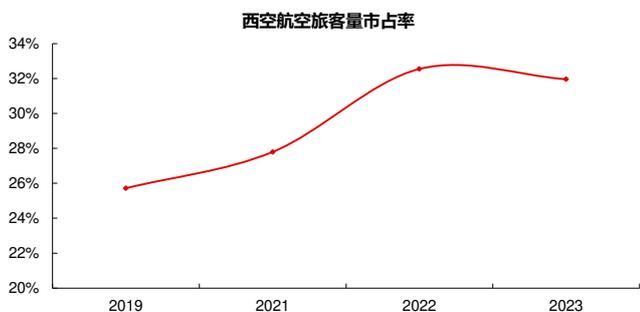
资料来源: RAA, Embraer, Wind, 长江证券研究所

图 12: 2020-2021 年, 美国支线航空的市占率略有上涨



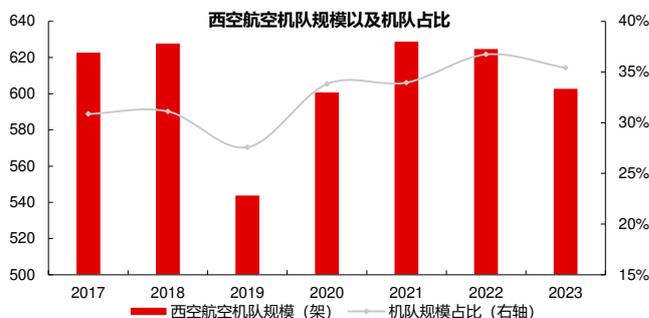
资料来源: RAA, Embraer, Wind, 长江证券研究所

图 13: 2023 年, 支线龙头西空航空的市占率相较 2019 年显著提升



资料来源: RAA, 长江证券研究所

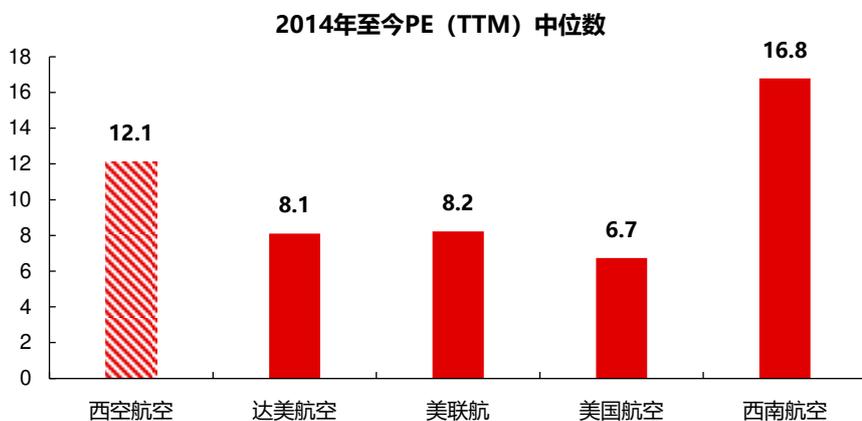
图 14: 西空航空机队规模以及机队占支线航空比重



资料来源: RAA, 西空航空公司公告, 长江证券研究所

而或许正是这种穿越“黑天鹅”事件的能力, 使得西空航空长周期中 PE 估值中枢领先美国主要全服务航司。

图 15: 西空航空的 PE 估值中位数领先三大全服务航司, 低于低成本航司



资料来源: Wind, 长江证券研究所

强垄断：低价供给铸就占优格局

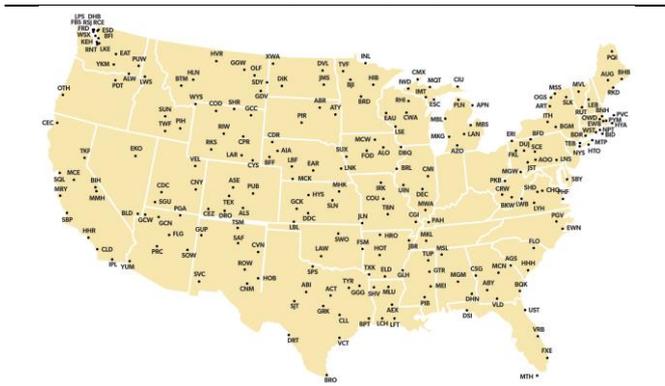
支线市场首先具有广阔的市场空间，依托大国广袤的国土面积，获益增长潜力；其次具有流量小的特点，其潜在需求相较干线往往更为贫瘠。与此同时，支线航空更是“不可或缺”的，以美国为例，其国土面积广阔、人口稀少、经济发展不均衡、基建能力弱的特征，决定支线航空能够为消费者解决“最后一公里”的出行痛点，提供基础出行服务，满足下沉市场的刚性出行需求。支线航空采用成本更低、座位数更少的支线飞机，挖掘下沉市场流量的需求，达到生产资料与市场需求特征的匹配，实现经济性最大化，通过低价供给铸就进入壁垒，格局具有垄断属性。

利基市场：空间广阔但土壤贫瘠

美国支线航空协会（Regional Airline Association）将支线航空定义为：使用 9-68 座涡轮螺旋桨飞机或 30-100 座支线喷气飞机，经营小社区和大城市之间以及航空枢纽之间的中、短程定期航班的航空运输。

首先，透过 RAA 对支线航空的定义，可以看到从经营范围来看，美国支线航空的业务主要聚焦衔接小社区与大城市航空枢纽之间的客流。受国土面积等因素影响，这部分市场在美国空间极为广阔，**支线航司通过引流组织客源以及高周转的承运客源，显著提升美国航空市场的网络通达性**，2023 年美国支线航空在总客运量里的占比达到 31%，且美国有 63%的机场仅有支线航空服务。

图 16：2023 年美国境内所有仅运营支线航线的机场



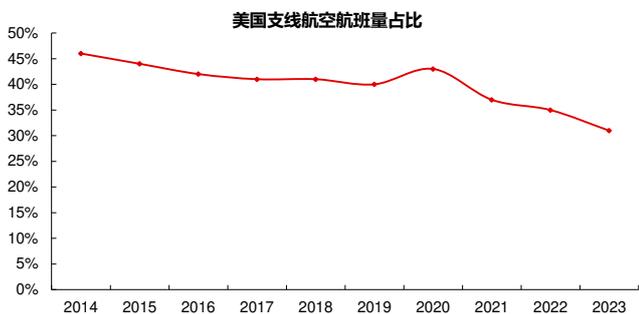
资料来源：RAA, Analysis of OAG Schedules Analyser data, 长江证券研究所

图 17：西空航空与四个主要全服务航司的合作航网脉络布局美国全境



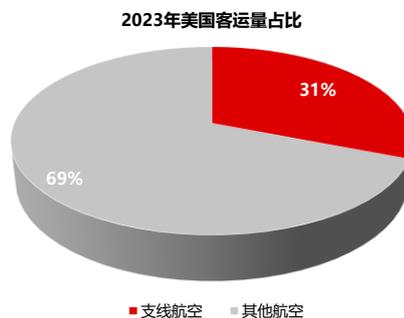
资料来源：西空航空公司官网, 长江证券研究所

图 18: 支线航空在美国民航市场中占有重要地位



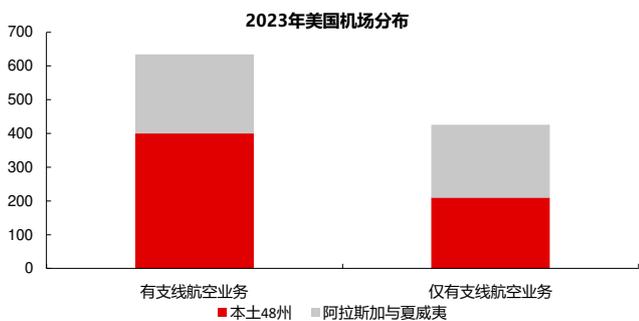
资料来源: RAA, 长江证券研究所

图 19: 2023 年, 美国客运量中 31%由支线航司运输



资料来源: RAA, 长江证券研究所

图 20: 2023 年, 美国有 426 座机场仅有支线航空业务 (单位: 座)



资料来源: RAA, 长江证券研究所

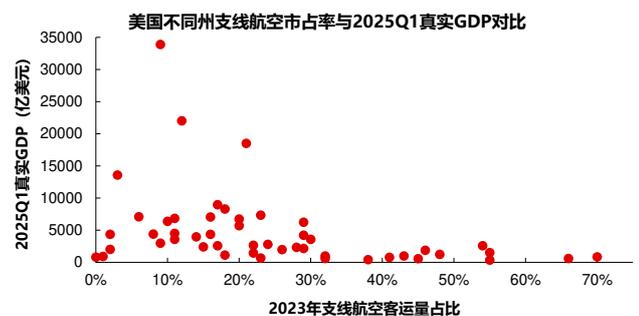
图 21: 2023 年, 63%的美国机场仅有支线航空服务



资料来源: RAA, 长江证券研究所

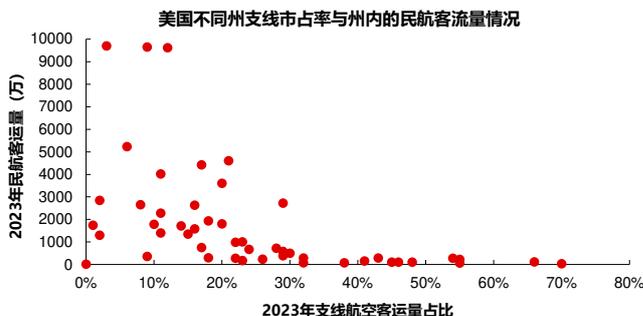
其次, 透过 RAA 对支线航空的定义, 从市场需求角度看, 支线航空所服务的市场具有流量小的特点, 意味着受区域经济以及人口等因素影响, 支线市场潜在需求相较于干线往往更为贫瘠, 以美国数据为例, 可见支线航空市占率更高的州往往 GDP 表现更弱, 同时客运量相对较为稀薄。

图 22: 在美国, 经济发展相对疲弱的州的支线航空市占率往往更高



资料来源: RAA, BEA, BTS, 长江证券研究所

图 23: 在美国, 支线航空市占率高的州的客运量相对较为稀薄



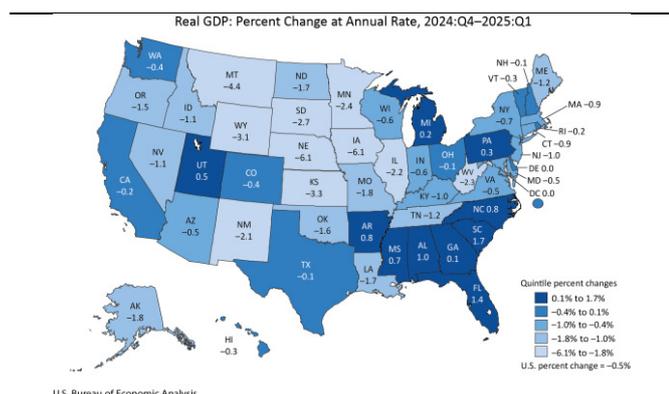
资料来源: RAA, BEA, BTS, 长江证券研究所

不可或缺：出行市场的“最后一公里”

美国国土面积广阔、人口稀少、经济发展不均衡、基建能力弱的特征使得其成为孕育成熟支线航空市场的天然土壤。

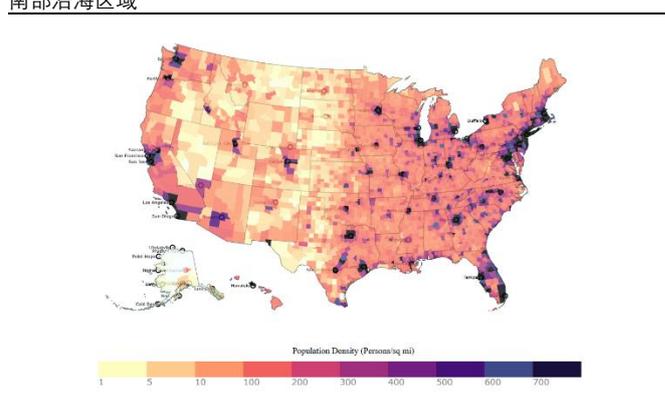
首先，美国具有地广人稀，人口与经济分布不均衡的特征。尽管国土面积与中国接近，但美国的人口密度仅约为中国的 1/5，具有地广人稀的特征。受地理、资源分布差异等因素影响，美国也有类似中国胡焕庸线的人口分界线，人口主要集中在东部和南部平原区域，而西部地区受沙漠、高原等地形影响，除加州、华盛顿州外，人口稀少。同时，地形、资源分布差异，也使得美国 GDP 区域差异明显。分区域看，受人口、资源等分布与密度影响，全美超过一半 GDP 几乎都分布在东南区域、远西区域、中东区域，其中加州、德州、纽约州是美国经济的核心支柱，分散在美国本土的东部、西部以及南部。正是地广人稀、地理分布差异明显、人口与经济分布不均衡的特征，使得美国国内出行需求中，长途出行、跨州出行的需求占据主导地位。

图 24：2024Q4-2025Q1 美国不同州真实 GDP 环比变动



资料来源：US Bureau of Economic Analysis，长江证券研究所

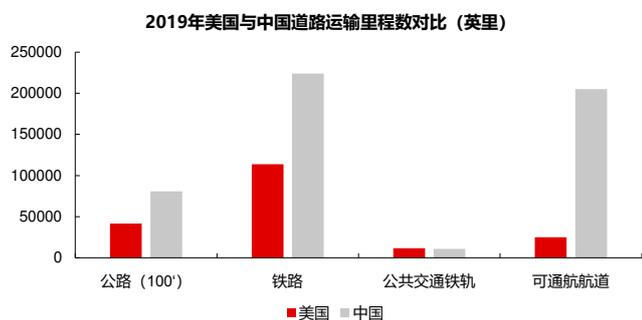
图 25：美国整体呈现地广人稀的特征，人口密集地集中在东西部以及南部沿海区域



资料来源：databayou，长江证券研究所

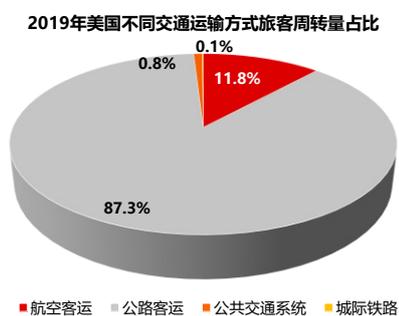
其次，基建能力弱，长途旅行中航空具有垄断地位。相较中国市场，除航空市场外，美国其他运输方式的基建能力相对较弱，其中 2019 年美国公路、铁路以及航道里程数量仅为中国同期的 52%、51%以及 12%，通达性相对较弱。而美国机场密度则远远领先中国市场，2019 年美国所有公共机场数量达到 5080 个，约为同期中国的 21 倍，整体机场网络密度则为中国的 84 倍。建立在弱基建能力之上，铁路等其他长途出行方式难以对航空形成有效竞争，使得在 2019 年整体交通出行方式中航空客运占比达到 11.8%，仅次于公路运输，在讲究时效性的长途旅行中航空具有垄断地位。

图 26: 相较中国市场, 美国其他运输方式的基建能力相对较弱



资料来源: NTA, 中国交通运输部, 长江证券研究所

图 27: 2019 年美国旅客周转量中航空占比仅次于公路运输



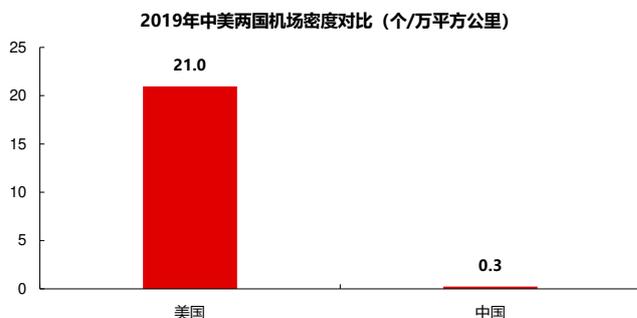
资料来源: NTA, 中国交通运输部, 长江证券研究所

图 28: 2019 年美国的机场数量远超中国市场



资料来源: NTA, 中国民用航空局, 长江证券研究所

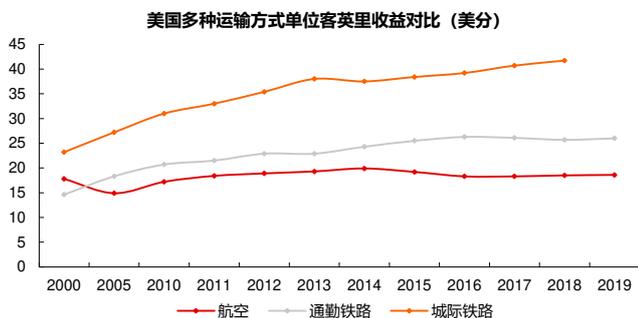
图 29: 2019 年美国的机场网络密度远超中国市场



资料来源: NTA, 中国民用航空局, 长江证券研究所

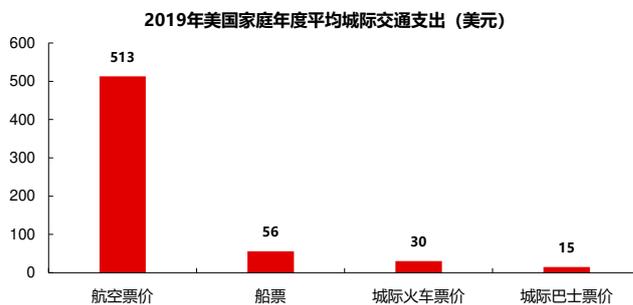
最后, 不可或缺, 支线航空提供基础出行服务, 满足下沉市场的刚性出行需求。建立在美国的人口、地理以及经济分布特征之上, 航空在长途出行中占据垄断地位, 最终发展成为类基础设施的出行方式, 单公里出行成本显著低于铁路。其中, 支线航空则为美国民众提供最基础的出行服务, 与干线航司达成合作, 通过引流组织客源以及高周转的承运客源, 显著提升美国航空市场的网络通达性, 满足下沉市场的刚性出行需求, 解决航空市场的“最后一公里”的痛点。

图 30: 航空运输单位盈利收益在多种出行方式中具有性价比



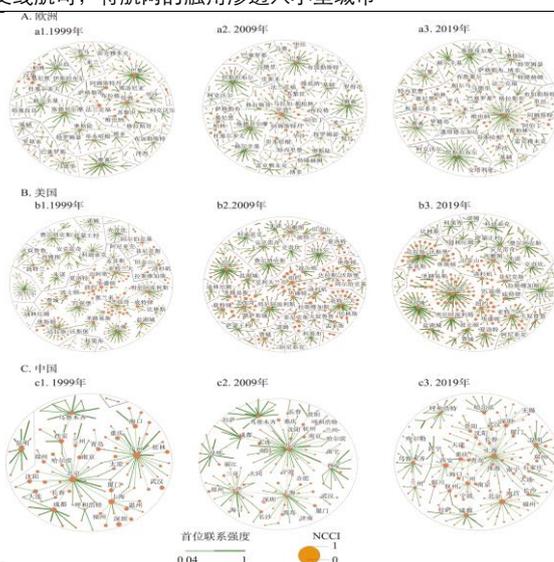
资料来源: NTA, 长江证券研究所

图 31: 2019 年美国家庭年度平均城际交通支出



资料来源: NTA, 长江证券研究所

图 32: 美国依赖支线航司, 将航网的触角渗透入小型城市

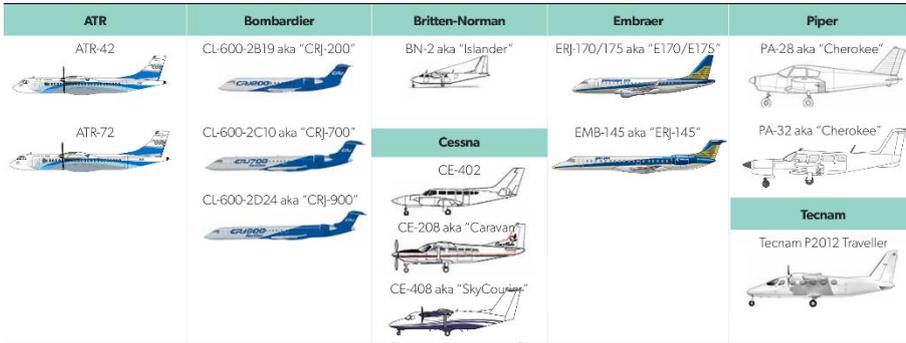


资料来源: 《航空网络结构和组织模式的演变——中美欧的比较分析》作者王帮娟等, 长江证券研究所

效益最优：生产资料匹配稀薄需求

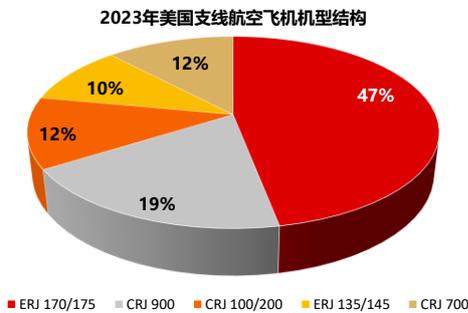
相较于波音和空客的客机，支线客机定位于短程低密度航线，**座级更小、重量更轻、航程更短**，这迎合了支线市场流量密度低、单班规模小、生产条件差的发展痛点。在美国市场，支线航司飞机的平均座位数仅为 63 座，约为干线航司飞机平均座位数的 36%，**能够有效的降低单班运营成本**，以 E195-E2 型号的支线飞机为例，单班运营成本约为 A320neo 的 80%，较小的生产规模能够更为有效的匹配支线航空稀薄的需求特征。

图 33：美国支线航空主体多运营以下支线机型



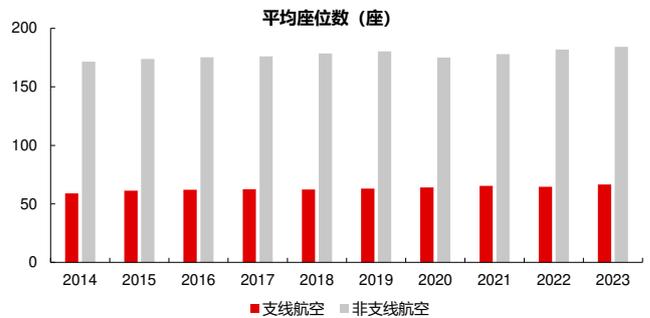
资料来源：RAA，长江证券研究所

图 34：2023 年美国支线航空飞机机型结构



资料来源：RAA，长江证券研究所

图 35：美国支线航空的座位数远低于干线航空



资料来源：RAA，长江证券研究所

图 36：美国支线航空市场客座率远低于行业整体国内客座率



资料来源：RAA，Wind，长江证券研究所

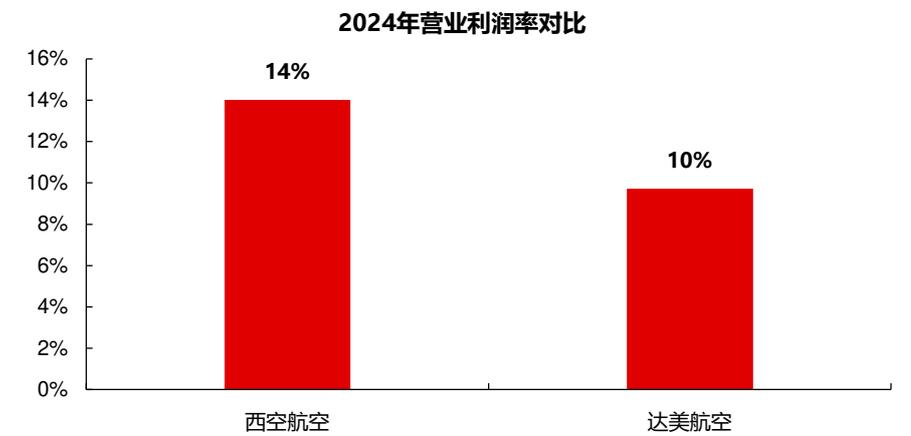
图 37：支线飞机的总座位运营成本远低于干线飞机



资料来源：Visual Approach Analytics，长江证券研究所

虽然需求密度和生产规模低于干线航空公司，但是从毛利率来看，西空航空与干线航空公司相当。这意味着，依据现有的市场需求，降低生产规模运行的支线航空，可以更经济地挖掘下沉航空市场的有效需求，这是支线航空长期存在的经济意义。**支线通过低价供给铸就进入壁垒，格局具有垄断属性。**

图 38：通过降低运营成本，西空航空的营业利润率相较达美仍然具有优势



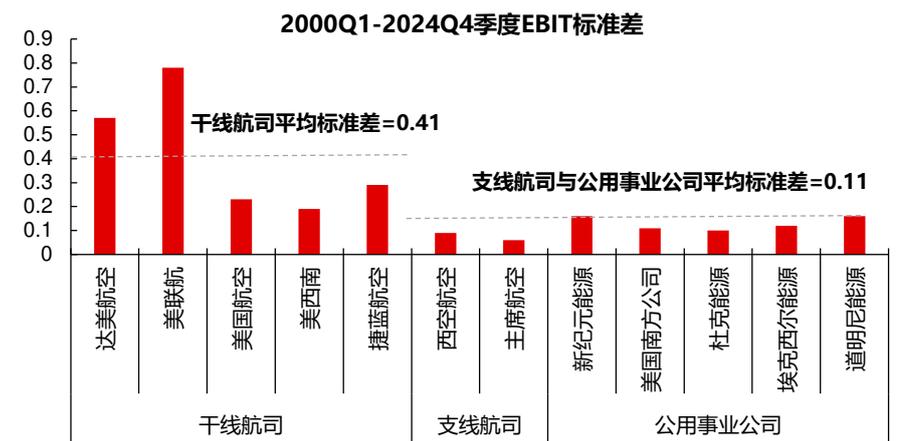
资料来源：达美航空和西空航空的公司公告，长江证券研究所

稳确定：承接需求，转嫁风险

类基建品种，具有公共事业属性。支线航空另一重典型的特点，在于盈利稳定。对比2000Q1-2024Q4 干线航司以及支线航司季度 EBIT 的标准差，可见支线航司长周期的盈利波动性远小于干线航司，甚至略低于电力能源等公共事业公司，盈利稳定性上具有显著的公共事业属性。

追本溯源，我们认为承接刚性出行需求，转嫁价格以及成本端波动的风险，是铸就支线航空比肩公用事业行业盈利稳定性的核心。

图 39：支线航司盈利波动性远低于干线航司



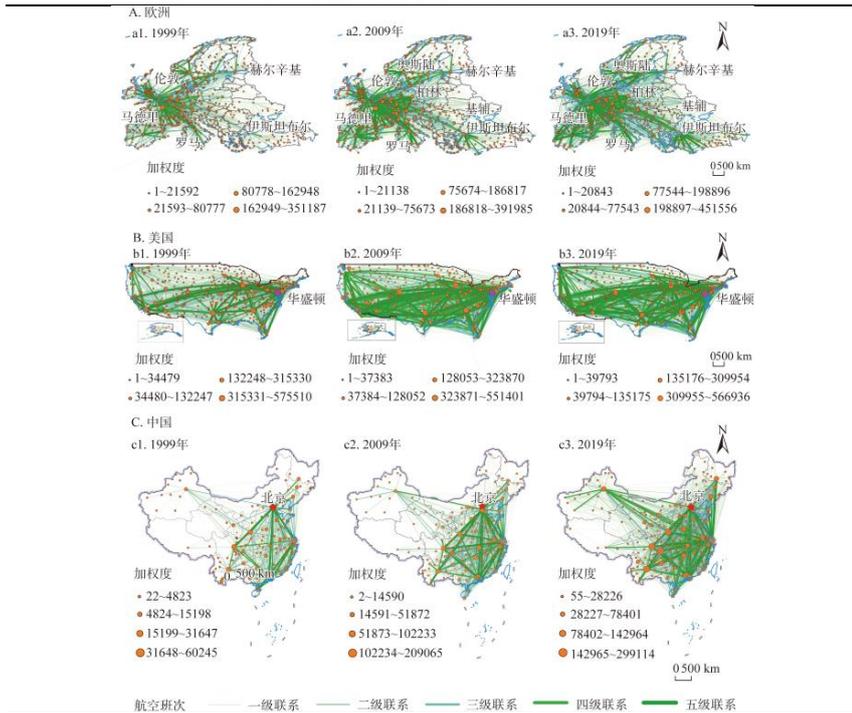
资料来源：Visual Approach Analytics，长江证券研究所

细分需求：从“门庭若市”到“无人问津”

支线航空是整个航空市场的“毛细血管”，承接最基础、最刚性的出行需求：如果把干线航司围绕枢纽航点搭建的轴辐式结构网络形容为美国航空出行的主动脉，那衔接无数个

小型城镇与枢纽航点之间的支线网络则是美国航空出行不可或缺的毛细血管。支线航司与干线航司协同合作，“瓜分”不同需求层次的消费者，通过引流组织客源以及高周转的承运客源，将消费者从“门庭若市”的核心枢纽，运送到“无人问津”的小型城镇，以此为美国民众提供最基础的出行服务，显著提升美国航空市场的网络通达性，满足下沉市场的刚性出行需求。

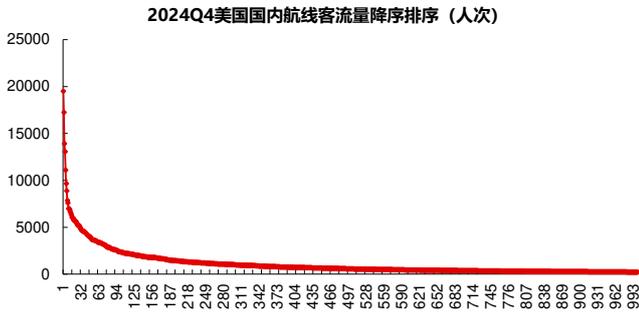
图 40：美国不同层级航点之间的连接密度远超欧洲以及中国



资料来源：《航空网络结构和组织模式的演变——中美欧的比较分析》作者王帮娟等，长江证券研究所

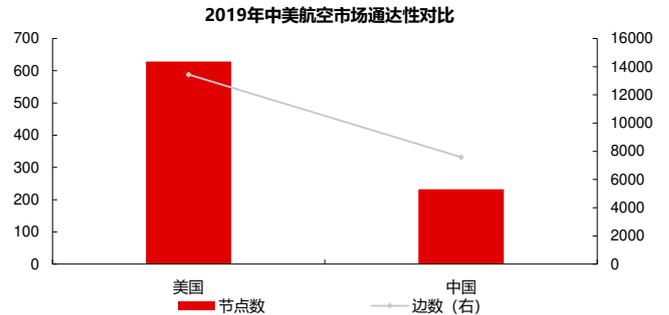
密集的支线网络极大的提升了美国航空市场出行的通达性，也使得美国航空市场的发展更为均衡，航空客流长尾市场效应明显，非枢纽市场仍然保持高渗透度，以较低的成本解决了下沉市场通达性的问题。

图 41: 美国航空市场客流分布长尾效应显著



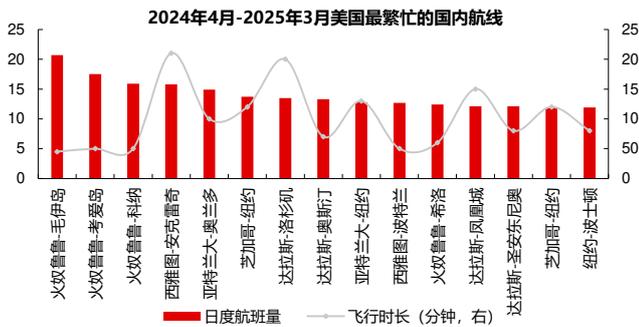
资料来源: BTS, 长江证券研究所 (注: 横轴为 BTS 披露的美国国内航线按照 2024Q4 旅客吞吐量从高到低排序)

图 42: 美国航空市场的航空通达性强



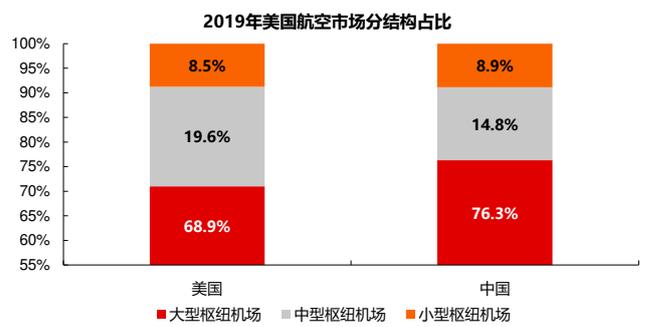
资料来源: 《航空网络结构和组织模式的演变——中美欧的比较分析》作者王帮娟等, 长江证券研究所

图 43: 美国航空中, 部分短途航线飞行频次超过长途枢纽航线



资料来源: Visual Approach Analytics, 长江证券研究所

图 44: 美国航空市场的更为均衡



资料来源: NTA, 中国民用航空局, 长江证券研究所 (注: 大型枢纽指旅客吞吐量占比 ≥ 1%; 中型枢纽指占比介于 0.25%-0.9999%; 小型枢纽指占比介于 0.05%-0.249%)

共担风险：运力采购协议抚平价格波动

首先，全球的支线航空均获益于当地政府的补贴，以满足偏远区域出行的通达性，同时兜底航司盈利。航空具有典型的正外部性，对于拉动区域经济发展具有重要意义。使得政府往往采用设立航空公司、补贴国际/国内航线等方式挖掘航空需求。而偏远地区的经济发展相对落后，**支线航空的补贴除了提升通达性、拉动经济发展之外，还有保障公民基本权益、弥合贫富差距的意义，流量稀薄意味市场经济难以维系，政府补贴由此诞生并将长期持续，是支线航司的盈利获益于政府兜底。**

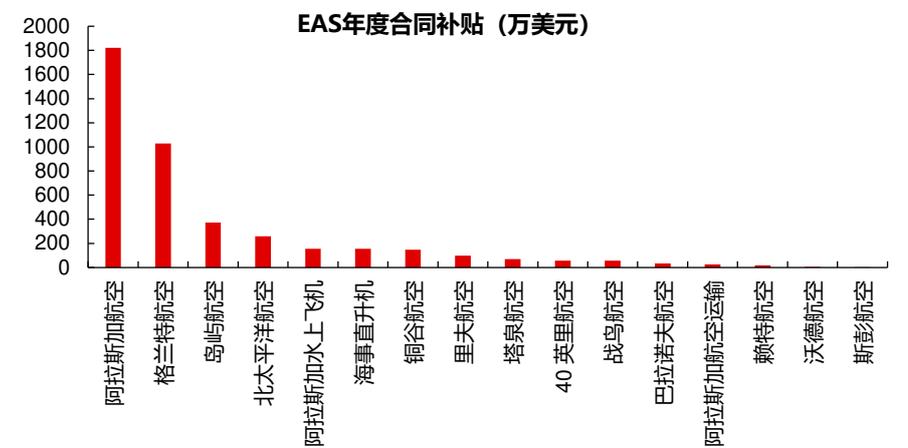
目前全球范围内针对支线市场的补贴主要有美国政府出台的基本航空服务计划 (ESA) 以及欧盟出台的公共服务义务 (PSO)，均为采用政府补贴的模式确保偏远区域的航网通达性。

➤ **基本航空服务计划 (ESA):** 1978 年，美国实行《航空公司放松管制法案》，内容包括实行基本航空服务计划 (Essential Air Service program)。采用政府补贴的方式支持航空公司运营阿拉斯加等市场需求不足的航线，确保偏远地区也能够融入

国家航空运输系统。主要采用小座级飞机，并且在合同中规定航班班次、连接的枢纽、各条航线的年度补贴额度，以及补贴时间。

- **公共服务义务 (PSO):** 欧盟第 1008/2008 法案规定，各成员国政府有权对本国偏远或不发达地区的机场，或对社会经济发展具有重要意义的机场相连的瘦薄航线实行“公共服务义务 (Public Service Obligations)”。如果航空公司不愿意提供航空服务，有关成员国可以设定仅允许一家航空公司运营的限制，并提供补贴。通过公开招标的方式选择承运人。

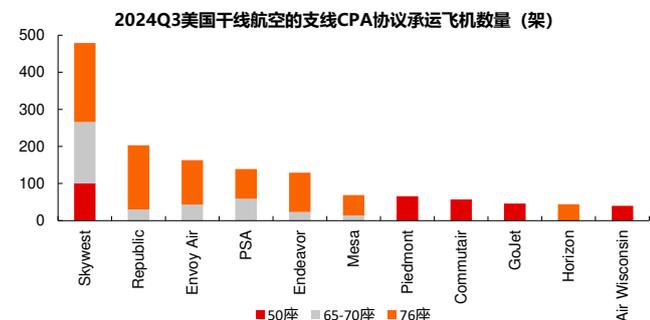
图 45: 根据 RAA 披露, 2023 年支线航司获得的 EAS 年度合同补贴情况



资料来源: RAA, 长江证券研究所

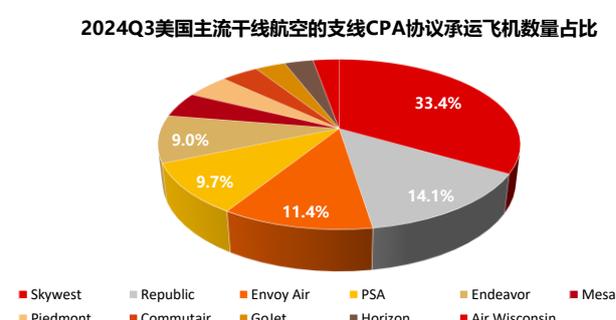
其次, 运力采购协议之下, 支线向干线转移收入波动风险, 抚平价格波动性。以美国为例, 支线航司与干线航司签署运力采购协议, 将自身的运营舱位“出租”给干线航司, 同时按照飞机的飞行次数, 飞机的准点率, 飞机服务评价等参数综合收取使用费用。目前美国的支线航司均与干线航司形成了深度绑定, 格局相对稳定。

图 46: 2024Q3 美国干线航空的支线 CPA 协议承运飞机数量 (架)



资料来源: Visual Approach Analytics, 长江证券研究所

图 47: 2024Q3 美国主流干线航空的支线 CPA 协议承运飞机数量占比



资料来源: Visual Approach Analytics, 长江证券研究所

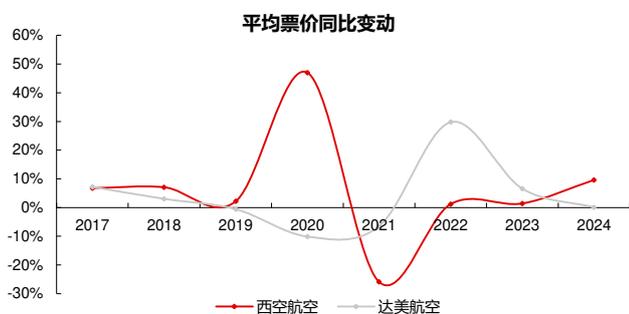
表 3: 2024Q3 美国干线航空的支线 CPA 协议承运情况

50 座 (架次)				65-70 座 (架次)				76 座 (架次)				
支线航司	美国航空	联合航空	达美航空	支线航司	美国航空	联合航空	达美航空	支线航司	美国航空	联合航空	达美航空	阿拉斯加
Air Wisconsin	40			Envoy Air	43			Envoy Air	120			
Piedmont	66			PSA	59			PSA	80			
Commutair		57		Skywest	71	45	49	Skywest	20	65	86	42
Skywest		87	14	Republic		19	11	Republic	78	49	46	
GoJet		46		Mesa		14		Mesa		55		
				Endeavor			23	Endeavor			106	
								Horizon				44

资料来源: Visual Approach Analytics, 长江证券研究所

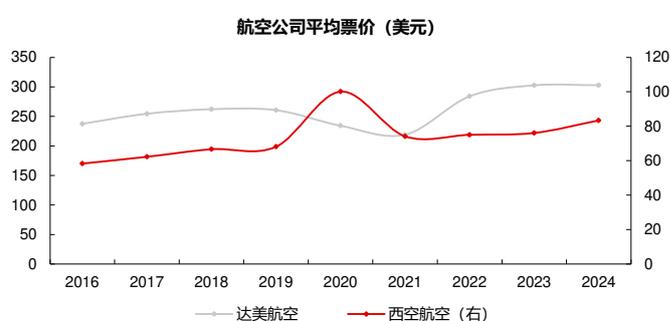
运力采购协议模式之下, 由于收费标准主要是基于支线航司的飞行次数, 即合同主要取决于“出租”的航班量, 使得干线航司在合同范围内将承受市场需求以及价格的波动, 支线航司则价格相对稳定。以 2020 年为例, 尽管受到 2020 年公共卫生事件的影响, 美国航空行业需求迎来大幅下挫, 但获益于运力采购协议的保护, 西空航空将需求下行传导给了采购方(干线航司), 使得相较行业其他公司, 公司 2020 年平均票价逆势上涨, 营收下滑幅度远低于客运量下滑幅度, 具有显著的对抗周期波动的能力, 价格端更为稳定。

图 48: 2020-2022 年, 西空航空平均票价获益于 CPA 模式兜底



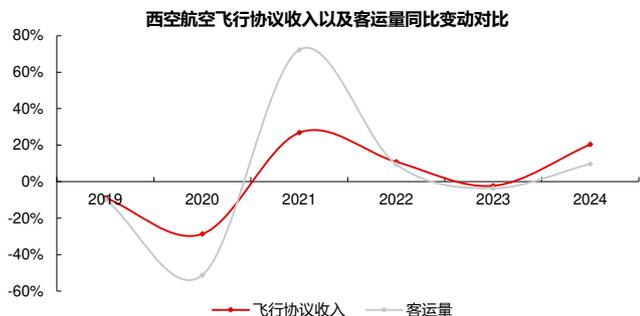
资料来源: 达美航空和西空航空的公司公告, 长江证券研究所

图 49: 2020 年, 获益于 CPA 模式的兜底, 西空航空均价逆势上涨



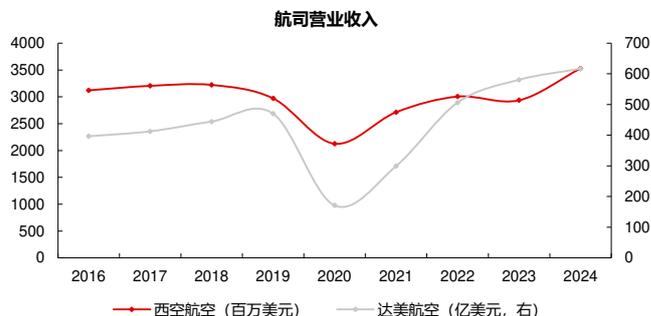
资料来源: 达美航空和西空航空的公司公告, 长江证券研究所

图 50: 2020 年, 获益于 CPA 模式的兜底, 西空航空飞行协议收入跌幅显著低于客运量下降幅度



资料来源: 达美航空和西空航空的公司公告, 长江证券研究所

图 51: 获益于 CPA 模式兜底, 西空航空营业收入保持相对稳定



资料来源: 达美航空和西空航空的公司公告, 长江证券研究所

成本转嫁: 干线航司承担非可控运营成本

同时, 运力采购协议基础上, 干线航司承担支线航司的部分成本压力, 主要包括燃油等非可控成本, 使得支线航司得以向干线航司转嫁成本, 对冲成本波动风险, 盈利更为稳定。

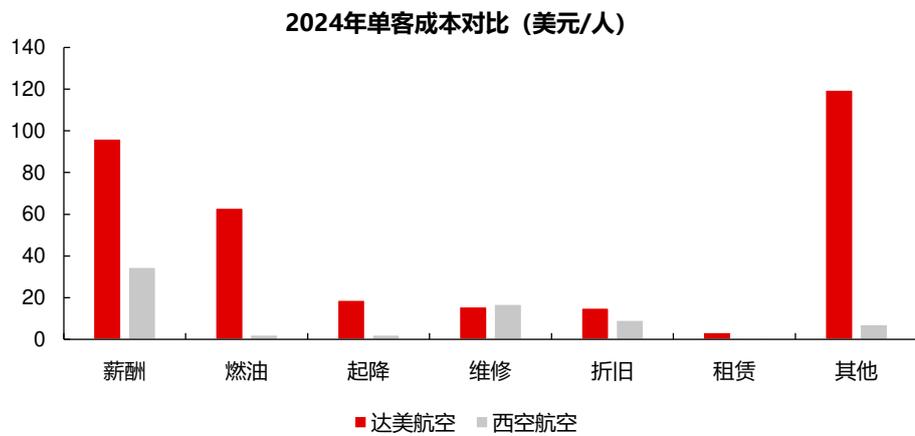
表 4: 运力购买协议之下, 干线与支线运营商的主要运营方式

运力购买协议 (CPA)	
干线运营商	支线运营商
1、购买支线的运力	1、承担飞机购买或租赁费用
2、制订航线、时刻及频次	2、承担飞行员等员工工资
3、综合计算航线收益, 全面规划航线布局	3、承担飞机维护、备件、航材等费用
4、负责机票价格等一切商务事宜	4、承担其他可控成本
5、干线运营商承担燃油等非可控成本	5、通常以每轮档小时或起降数为支付单位

资料来源: 民航新型智库, 长江证券研究所

对比 2024 年西空航空以及达美航空的单客成本, 可见西空航空的单客燃油成本、单客起降成本以及单客薪酬成本仅为达美航空的 3.3%、10.8%以及 36%, 通过向干线航空传导变动成本, 西空航空规避了大部分的成本风险, 使得最终成本波动远小于干线航司, 盈利更为稳定。

图 52：对比 2024 年单客成本，大部分科目中达美航空远超西空航空



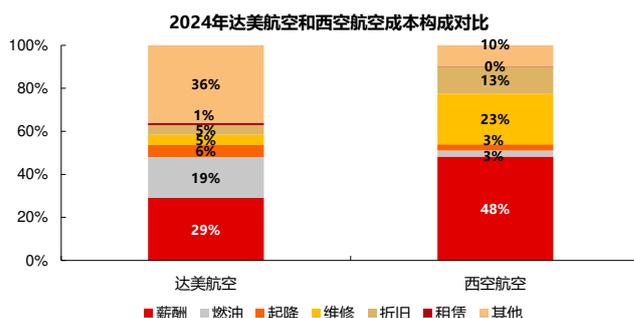
资料来源：达美航空和西空航空的公司公告，长江证券研究所

图 53：西空航空的飞行协议收入构成



资料来源：西空航空的公司公告，长江证券研究所

图 54：2024 年达美航空与西空航空成本构成对比



资料来源：达美航空和西空航空的公司公告，长江证券研究所

华夏航空的 Alpha：拐点已至，扬帆再起航

对标海外成熟支线航空市场，华夏航空作为国内的支线航司龙头具有相同的稳定属性以及垄断属性：首先，中国国情下地方财政兜底支线航空业务，以获益航空的经济正外部性；其次，支线飞机的成本优势、航网聚焦中西部省份、民企独立性突出，铸就华夏航空占优的竞争格局，具有垄断性。而相较海外航司，华夏航空成长的天花板更高：1) 随着现有航点的加密，长期看成长具有高弹性；2) 考虑新增支线机场以及 ARJ21 投入运营，通过“填白”跨区域对飞与高原市场，公司远期空间广阔。

站在当下，华夏航空迎来了重打鼓、再开张的机遇，有望重回历史增长曲线：1) 短期：机长缺口弥合，利用率弹性释。22 年开始公司机长缺口得到逐步缓解，飞机利用率随之改善，有望重回历史增长曲线；2) 中期：支线补贴大力倾斜，兜底行业β下行。公司航网更聚焦中西部等偏远区域，显著获益支线补贴新政，中期盈利更具确定性；3) 长期：与干线协同合作，实现二次流量变现。公司在干支结合的中转联程合作上更具优势，通过推出通程产品，充分利用干线航空公司的空置运力，实现支线流量的二次变现。预计公司 2025-2027 年实现归属净利润 7.0 亿、10.0 亿以及 12.1 亿元，对应 PE 分别为

15.8X、11.0X 以及 9.1X，维持“买入”评级。

对标海外：相同的稳定与垄断，不同的成长天花板

对标海外成熟支线航空市场，华夏航空作为国内的支线航司龙头具有相同的稳定属性以及垄断属性：首先，中国国情下地方财政兜底支线航空业务，以获益航空的经济正外部性；其次，支线飞机成本优势明显、航网聚焦中西部省份、民企独立性突出的特征，铸就华夏航空占优的竞争格局，具有垄断性。而相较海外航司，华夏航空成长的天花板更高：1) 随着现有航点的加密，长期看空间广阔，成长弹性突出；2) 考虑新增支线机场以及 ARJ21 投入运营，通过“填白”跨区域对飞与高原市场，公司远期空间有望持续释放。

稳定性：地方财政兜底，经济正外部性显著

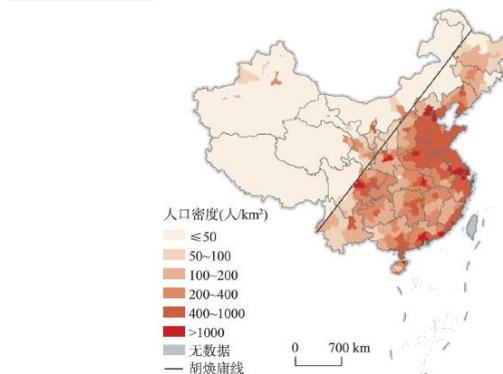
与海外相似，中国的人口、地理以及经济分布同样存在不均衡的特征，中西部、东北部等省份的地理特征以及经济发展水平相较华南沿海存在较大差异，在共同富裕、减少贫富差距的背景下，支线航空的发展具有显著必要性。

图 55：中国各省份人均可支配收入存在较大的差异



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 56：2020 年为例，中国各省份之间人口密度差异较大



资料来源：《2000-2020 年中国人口分布格局演变及影响因素》作者：刘涛等，长江证券研究所

与海外不同，中国国情之下，支线航空的运营主要由地方财政支撑，运力补贴协议的购买方是地方政府而非干线航司，背后的核心驱动力在于提升地方交通的通达性，拉动区域经济发展，获益航空投资的乘数效应。

图 57：华夏航空机构运力采购协议占比



资料来源：华夏航空公司公告，长江证券研究所

赚长尾区域经济发展的钱，航空经济乘数效应明显：“想致富先修路”，人口与资源便捷流动是拉动地方经济发展的核心驱动力，航空作为拉动区域交通出行的核心方式之一，对于地方经济发展具有明显的乘数效应，以小型支线机场漠河机场为例，修建机场仅需 2.4 亿元，却能创造一年 3 亿左右的区域经济发展收益，考虑每年的运营成本与折旧情况，经济乘数效应接近 10 倍。

表 5：以支线机场漠河机场为例，一年 0.3 亿的投资能够拉动年化 3 亿左右的经济收入，乘数效应明显

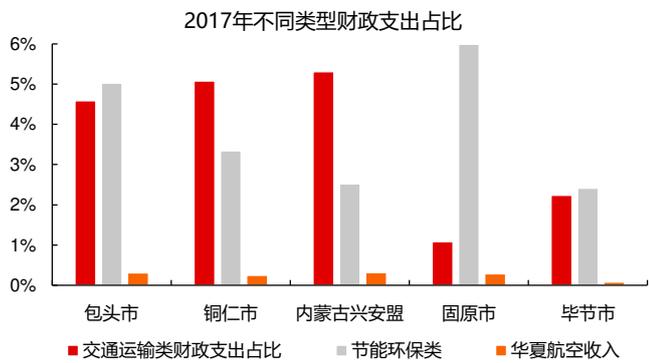
支线机场	机场发展时间	2019 年旅客吞吐量 (万人次)	项目建设总投资 (亿元)
黑龙江漠河机场	2014 年至今	8	2.4
	年度经济回报收益 (亿元)	年化折旧+运营费用 (亿元)	乘数效应
	3.0	0.3	9.4

资料来源：民航局，Wind，长江证券研究所

进一步的，我们以 2017 年华夏航空前五大政府客户为例，**华夏航空当年针对前五大客户的销售收入占地方财政支出的比重仅约为 0.3%**，相较其他难以创造经济效益的地方财政支出项目，对支线航空的投入对于政府来说**可谓小投资“撬动”大回报，投资回报率颇具吸引力。**

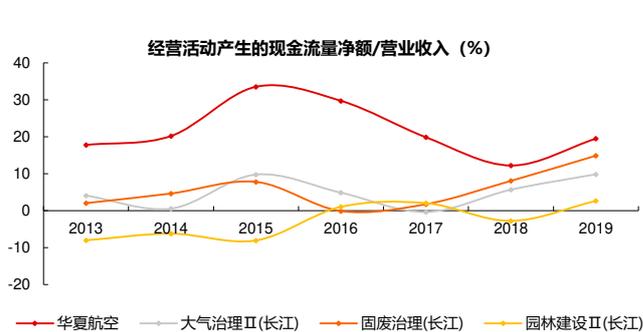
正是由于这种极佳的投资回报率，**与其他同样获益于政府财政补贴支出的行业不同，支线航空的现金流情况更优**，意味着政府更将支线航空定义为一种“投资”而非纯补贴，**并非常乐意为支线航空的“服务”付费。**

图 58: 相较于其他类型的地方财政支出, 交通与航空财政支出占比有限, 但经济乘数效应明显



资料来源: Wind, 华夏航空公司公告, 长江证券研究所

图 59: 相较于其他靠补贴的行业, 支线航空现金流情况更优



资料来源: Wind, 长江证券研究所

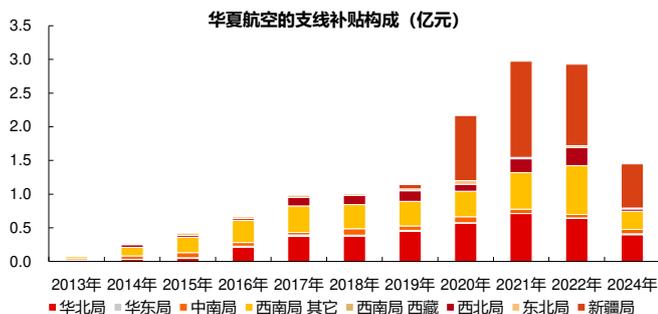
表 6: 以 2017 年数据为例, 华夏航空针对地方政府的销售收入占地方财政支出比重不足 1%

排名	2017 年度					
	客户名称	华夏航空销售金额 (亿元)	地方财政支出 (亿元)	交通运输类财政支出 (亿元)	华夏航空收入占交通运输财政支出比重	华夏航空收入占地方财政支出比重
1	包头市人民政府	1.02	330.3	15.1	6.7%	0.3%
2	铜仁市人民政府	1.00	400.0	20.3	4.9%	0.2%
3	内蒙古自治区兴安盟行政公署	0.71	225.1	11.9	5.9%	0.3%
4	固原市人民政府	0.64	226.0	2.4	26.2%	0.3%
5	毕节市人民政府	0.41	527.7	11.8	3.4%	0.1%

资料来源: 华夏航空公司公告, Wind, 长江证券研究所

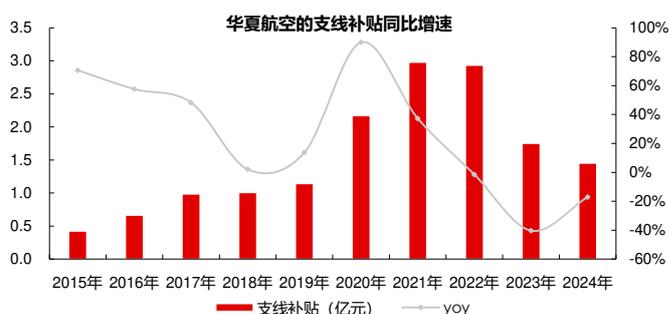
除了地方财政外, 中央财政同样给予支线航空发展较大的补贴支持力度。2013 年以来, 民航局每年支出约 100~200 亿的民航发展基金, 其中航线和机场补贴约占 20%, 主要补贴的方向在于西南、西北、东北及新疆等偏远地区, 目的在于改善偏远地区的通达性, 培植末端需求。

图 60: 华夏航空近年来获得的支线补贴总额分区域构成



资料来源: 民航局, 长江证券研究所

图 61: 华夏航空近年来获得的支线补贴总额以及同比增速

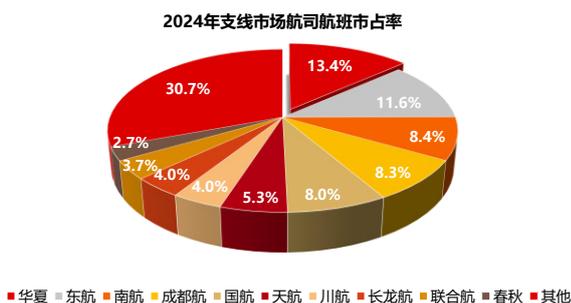


资料来源: 民航局, 长江证券研究所

垄断性：高进入壁垒，竞争优势突出

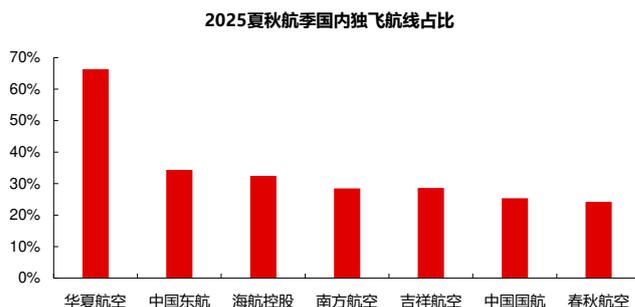
尽管机队规模不足三大航的十分之一，2024 年华夏航空已经成为中国支线航空市场第一大市占率航司，支线航班占比达到 13.4%，领先三大航。此外，公司独飞航线占比最高，2025 夏秋航季公司国内独飞航线占自身航班的比重接近 70%，远远领先于其他航司，在支线市场具有一定垄断属性。

图 62：2024 年华夏航空是支线航空市场第一大市占率航司



资料来源：航班管家，长江证券研究所

图 63：2025 年夏秋航季华夏航空国内独飞航线占比远远领先



资料来源：民航局，长江证券研究所

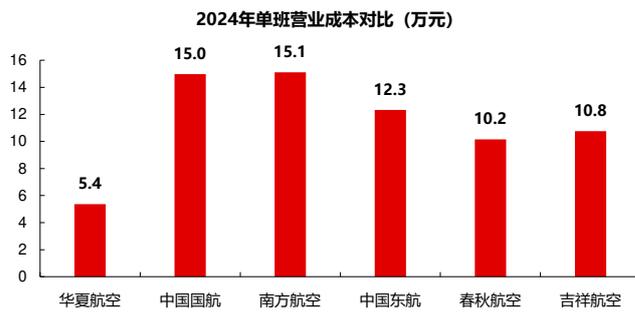
首先，获益于支线飞机的成本优势，华夏跟政府合作更有优势。相较干线航司，华夏航空主要采用座位数更少的支线飞机经营支线市场的业务，且民企成本管控更为得力，公司的单班成本远低于其他干线航司，使得公司与地方政府合作中更具成本优势，能够以更低的价格承接地方政府的运力采购需求，相较于高运营成本的干线航司更具采购优势。

图 64：华夏航空支线飞机的座位数远小于其他航司



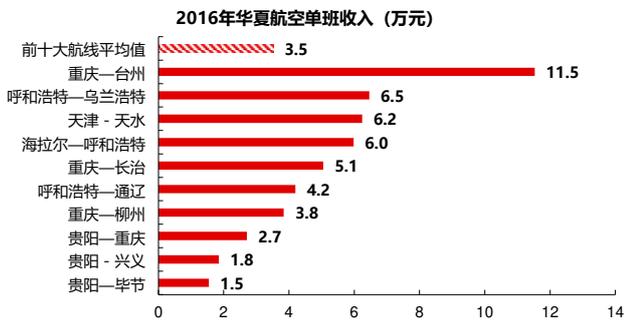
资料来源：民航局，长江证券研究所

图 65：华夏航空的单班运营成本远小于其他航司



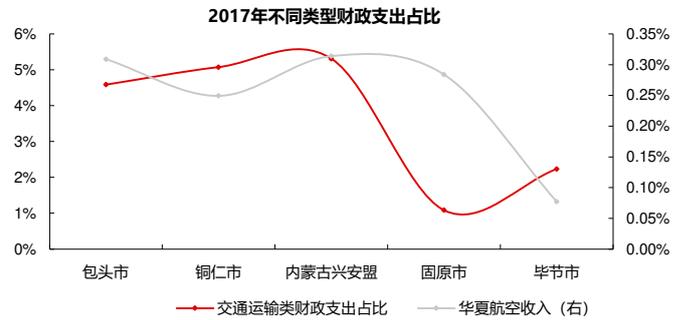
资料来源：Wind, CADAS, 长江证券研究所

图 66：2016 年，华夏航空的前十大航线平均单班收入仅为 3.5 万元



资料来源：华夏航空招股说明书，长江证券研究所

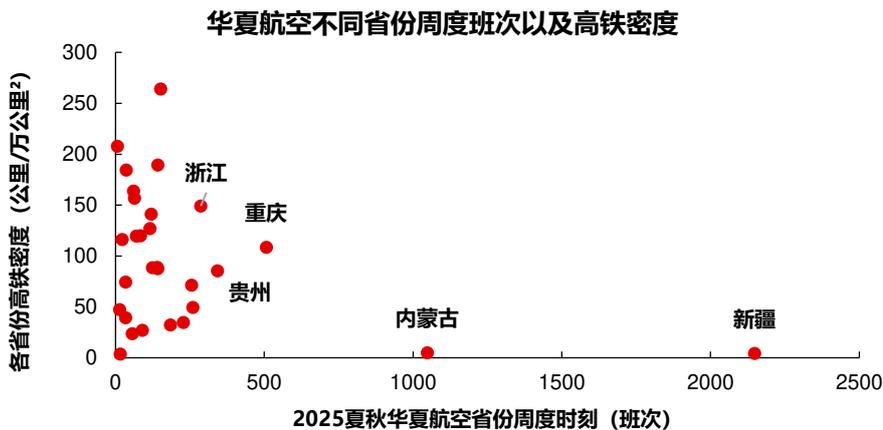
图 67：2017 年华夏与政府合作收入占地方财政支出的比例不足 0.5%



资料来源：华夏航空招股说明书，Wind，长江证券研究所

其次，**航网聚焦中西部省份，地理特征决定其他交通运输方式竞争有限**。华夏航空的航网主要聚焦地理情况以山区或者沙漠为主的中西部省份，其中新疆、内蒙、重庆以及贵州四省（市）合计时刻占华夏航空总时刻比重达到 60%，这些省份的地理特征决定高铁等其他运输方式对于航空的竞争有限，区域长途出行有赖支线航空，时效性以及便捷性更具领先优势。

图 68：华夏航空主要市场集中在高铁密度低的省份



资料来源：民航局，《中国城市交通绿色发展报告》作者：林晓言，长江证券研究所

图 69：中长期铁路网规划图



资料来源：中国国家铁路集团有限公司，长江证券研究所

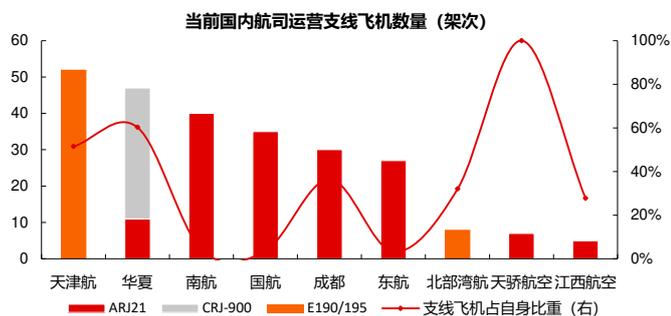
图 70：华夏航空时刻集中在新疆、内蒙、重庆以及贵州等中西部省份



资料来源：民航局，长江证券研究所

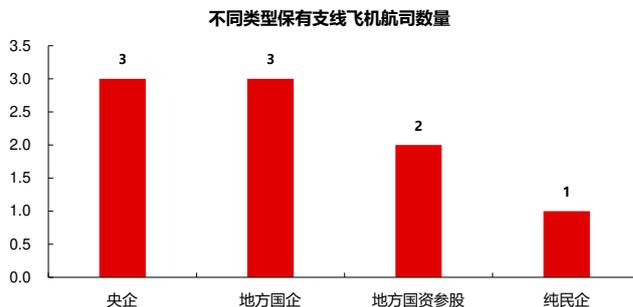
最后，民企独立性突出，区域性支线航司难以竞争。除三大航为代表央企外，大部分与华夏航空形成竞争的支线航司主要以省/市国资持有股权的地方国企/混合所有制企业为主，意味着相较独立运营的民企华夏航空，其他的支线航空并不以盈利为唯一目的，其最重要的政治任务是为大股东地方政府服务，为区域提供便捷的交通出行方式，因此往往以主基地为核心发散航网，业务范畴难以渗透进其他省份，导致市场规模以及成长性有所受限。华夏则更具独立性，其民企背景使得其可以与多地政府合作，航网布局全国，区域性支线航司往往难以与之形成有效竞争。

图 71：当前国内航司目前运营支线飞机的数量以及占自身机队比重



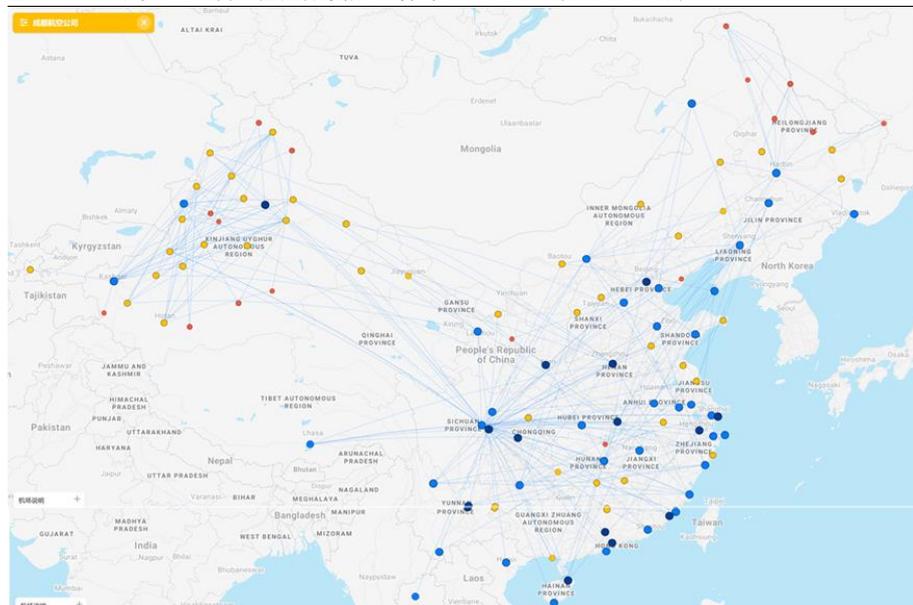
资料来源：Planespotters，公司公告，长江证券研究所

图 72：支线机队运营企业中，纯民企仅有华夏航空一家



资料来源：Planespotters，公司公告，长江证券研究所

图 73：以成都航空为例，国资背景的航司往往以主基地为核心发散航网



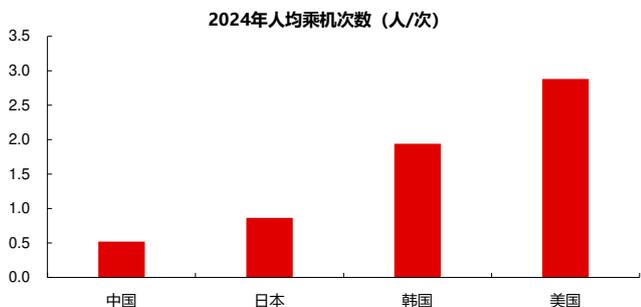
资料来源：FlightConnections，长江证券研究所

成长性：蓝海市场，空间广阔

与海外支线航空不同的是，中国航空市场仍然处于起步阶段，同时支线航空发展历史更为短暂，支线航空龙头远远低于海外可比公司。随着航空渗透度的提升，以及支线航空

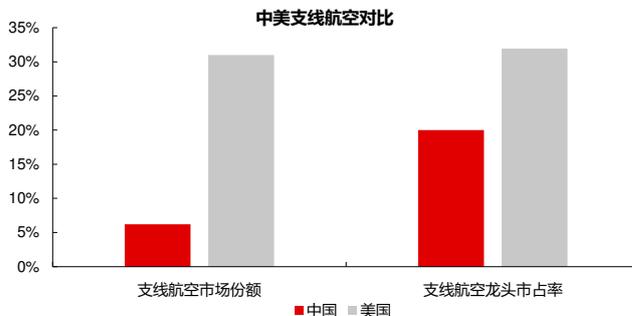
市场逐步走向格局稳步和发展成熟，我们认为中国的支线航空市场更具发展潜力，意味着华夏航空的远期成长性更为领先。

图 74：相较海外成熟市场，中国目前人均乘机次数存在较大提升空间



资料来源：Wind, BTS, 长江证券研究所

图 75：相较美国市场，中国目前支线航空仍然处在起步阶段



资料来源：华夏航空公司公告, RAA, 长江证券研究所 (注：中国市占率为 2024 年数据, 美国市占率为 2023 年数据)

1) 现有航点的成熟与加密：蓝海市场，空间广阔

为了对支线市场进行更为系统的分析，我们从支线机场入手，建立了一套相对科学的筛选与分析模型。通过测算，我们认为在不考虑新增机场的基础上，目前支线航空远期收入规模空间广阔，相较 2024 年支线市场存在显著成长空间。

支线市场潜在收入规模空间=航班量 X 单班收入，基于公式我们分四个步骤对支线市场远期规模进行测算。

首先，筛选机场的潜在发展空间。在不考虑新增支线机场的基础上，我们依据民航局的定义，在 2024 年全行业运营数据的基础上筛选出年旅客吞吐量在 200 万人次以下的 183 个机场作为支线机场分析的核心样本，再依据机场的流量核心影响要素：1) 所在城市级别；2) 潜在腹地 GDP 以及人口规模、人均 GDP；3) 2025 年真实周度航班数量，将 183 个机场按照潜在发展空间由高到低划分为五个级别。

表 7：按照城市级别与核心腹地经济发展水平，我们将目前国内的支线机场划分为五大类

支线机场级别划分	支线机场名称	机场数量
1 级	克拉玛依、襄阳/刘集、佛山/沙堤、盐城/南洋、锡林浩特、嘉峪关、格尔木、柳州/白莲、张家界/荷花、延吉/朝阳川、淮安/涟水、敦煌、哈密、恩施/许家坪、衢州、阿勒泰	16
2 级	乌兰浩特/义勒力特、满洲里/西郊、通辽、林芝/米林、兴义、武夷山、二连浩特/赛乌素、常德/桃花源、西昌/青山、吐鲁番/交河、迪庆/香格里拉、赣州/黄金、库车/龟兹、洛阳/北郊、济宁/曲阜、万州/五桥、牡丹江/海浪、连云港/白塔埠、博乐/阿拉山口、长治/王村、十堰/武当山、东营/胜利、景德镇/罗家、佳木斯/东郊、井冈山、南充/高坪	26
3 级	遵义/茅台、潍坊、腾冲/驼峰、和田、阜阳、遵义/新舟、昌都/邦达、衡阳/南岳、广元/盘龙、安庆、昭通、攀枝花/保安营、邯郸、玉树/巴塘、铜仁/凤凰、乌海、阿拉善左旗/巴彦浩特、延安、临汾/乔李、阿里/昆莎、巴彦淖尔/天吉泰、庆阳、黄山/屯溪、齐齐哈尔/三家子、芜湖/宣	37

州、九寨/黄龙、若羌/楼兰、漠河/古莲、三明/沙县、怀化/芷江、汉中/城固、琼海/博鳌、中卫/沙坡头、临沧、大庆/萨尔图、霍林河机场、图木舒克/唐王城

4 级	连城/冠豸山、秦皇岛/北戴河、白山/长白山、布尔津/喀纳斯、吕梁/大武、张掖/甘州、池州/九华山、大同/云冈、忻州/五台山、海西/德令哈、上饶/三清山、石河子/花园、海西/花土沟、唐山/三女河、保山/云瑞、黔南州/荔波、荆州/沙市、富蕴/可可托海、丹东/浪头、九江/庐山、永州/零陵、普洱/思茅、塔城、日照/山字河、信阳/明港、抚远/东极、毕节/飞雄、安顺/黄果树、岳阳/三荷、南阳/姜营、张家口/宁远、鄂州/花湖、黑河、黔江/武陵山、那拉提、阿尔山/伊尔施、鞍山/腾鳌、固原/六盘山、安康/富强、通化/三源浦、金昌/金川、松原/查干湖、沧源/佤山、营口/兰旗、稻城/亚丁、郴州/北湖、宜春/明月山、白城/长安、甘南/夏河、韶关/丹霞	50
5 级	邵阳/武冈、六盘水/月照、果洛机场、陇南/成县、阿拉尔/塔里木、重庆/仙女山、澜沧/景迈、乌兰察布/集宁、鸡西/兴凯湖、承德/普宁、甘孜/康定、百色/巴马、重庆/巫山、玉林/福绵、梧州/西江、阿坝/红原、神农架/红坪、伊春/林都、于田/万方、加格达奇、菏泽/牡丹、天水/麦积山、黎平、莎车、文山/普者黑、五大连池/德都、日喀则、昭苏/天马、凯里/黄平、扎兰屯/成吉思汗、且末、绥芬河/东宁、梅州/梅县、锦州/锦州湾、巴中/恩阳、朔州/滋润、湘西/边城、安阳/红旗渠、朝阳、邢台/裕祿、宁蒗/泸沽湖、阆中/古城、塔什库尔干/红其拉甫、阿里/普兰、山南/隆子、日喀则/定日、达州/河市、建三江/湿地、奇台/江布拉克、三沙/永兴、河池/金城江、祁连机场、额济纳旗/桃来、阿拉善右旗/巴丹吉林	54

资料来源：Wind，民航局，长江证券研究所

其次，分级别挑选相对成熟的标杆机场。我们针对五个不同潜在发展规模的机场级别，以 2025 夏秋航季航班量为筛选指标，**分别挑选出其中发展最为成熟的机场，作为不同级别机场在发展成熟情况下的潜在航班量标杆**：其中 1 级以**张家界荷花**为标杆机场，对应每周 672 班次的航班量；2 级以**连云港白塔埠**为标杆机场，对应每周 416 班次的航班量；3 级以**遵义茅台**为标杆机场，对应每周 418 班次的航班量；4 级以**大同云冈**为成熟机场，对应每周 260 班次的航班量；5 级以**菏泽牡丹**为标杆机场，对应每周 232 班次的航班量。

再次，分级别确定不同假设下单班收入。基于航班量，我们以华夏航空披露的 2016 年前十大航班单班收入以及全国平均票价水平对不同支线市场的单班收入进行了保守、中性以及乐观收入的假设，**其中中性假设之下，我们认为 1-5 级机场分别对应 10、7、5.5、5 和 4.5 万元每班的收入量级。**

最后，支线市场潜在收入规模空间=航班量 X 单班收入，确定支线航空整体潜在规模。综合考虑不同级别机场数量、成熟后周度航班量情况、不同假设之下单班收入体量，在现有机场数量的基础上，我们得出不同假设之下目前 183 座机场发展成熟后的潜在支线市场规模：**即保守、中性、乐观假设下，不考虑新增机场，目前 183 座支线机场对应的潜在收入规模分别是 1756 亿元、2032 亿元、2307 亿元。**

核心结论：1) 中性假设远期支线市场 2032 亿规模，相较 2024 年具有显著成长空间。2024 年华夏航空收入体量为 67 亿元，以民航局披露的支线补贴占比测算，预计华夏航空支线市场收入占比在 20%左右，测算可得 2024 年支线市场规模约在 335 亿左右，相较我们测算的远期 2032 亿营收规模，可见支线市场潜在市场空间广阔。

表 8: 依据测算, 不考虑新增机场的背景下, 我们认为远期国内支线市场的规模广阔

机场级别	不同级别机场数量	标杆机场	成熟后周度班次	单班次收入 (保守) (万元)	单班次收入 (中性) (万元)	单班次收入 (乐观) (万元)
1 级	16	张家界荷花	672	8.0	10.0	12.0
2 级	26	连云港白塔埠	416	6.0	7.0	8.0
3 级	37	遵义茅台	418	5.0	5.5	6.0
4 级	50	大同云冈	260	4.5	5.0	5.5
5 级	54	菏泽牡丹	232	4.0	4.5	5.0
远期收入测算 (亿元)						
机场级别				保守	中性	乐观
1 级				449	561	673
2 级				338	395	451
3 级				403	444	484
4 级				305	339	373
5 级				261	294	327
合计				1756	2032	2307

资料来源: Wind, 民航局, 长江证券研究所测算

表 9: 2016 年华夏航空前十大航线收入与航班数情况

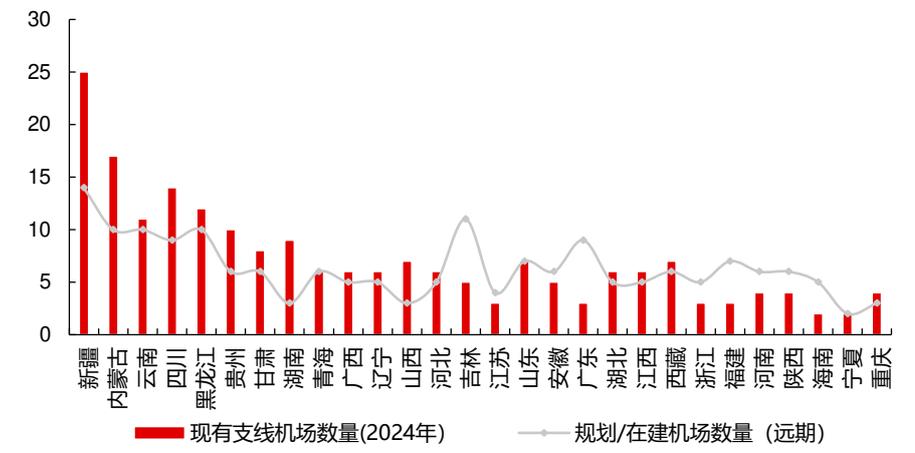
序号	航线	收入金额 (万元)	占营业收入比重	华夏航空航班数	单班收入 (万元)
1	重庆—台州	3,598	1.41%	312	11.5
2	天津—天水	4,543	1.78%	728	6.2
3	呼和浩特—乌兰浩特	12,090	4.74%	1,872	6.5
4	重庆—长治	3,679	1.44%	728	5.1
5	重庆—柳州	5,191	2.03%	1,352	3.8
6	呼和浩特—通辽	12,217	4.79%	2,912	4.2
7	贵阳—重庆	7,901	3.10%	2,912	2.7
8	贵阳—兴义	8,068	3.16%	4,368	1.8
9	海拉尔—呼和浩特	4,352	1.71%	728	6.0
10	贵阳—毕节	4,506	1.77%	2,912	1.5
平均					4.9

资料来源: 华夏航空招股说明书, 长江证券研究所

2) 新航点的增加: 远期空间更为广阔, 越飞越好的 ARJ21

1、考虑远期规划与在建机场量, 远期收入空间有望进一步释放。依据民航局披露的全国民用机场规划表, 规划目标年为 2025 年, 展望到 2030 年, 国内将新增 179 个支线机场, 相较 2024 年机场数量实现接近翻倍式增长, 意味着我们测算的支线机场潜在收入规模有望更进一步。

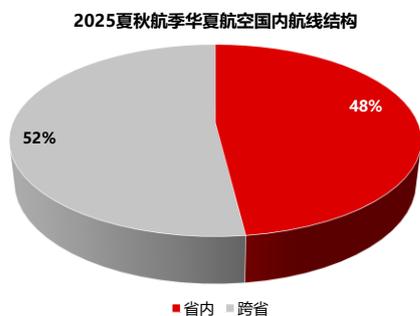
图 76: 按照民航局的规划, 远期国内支线机场将实现翻倍式的增长



资料来源: 民航局, 长江证券研究所

2、ARJ21 将助力华夏飞得更高、更远, 通过“填白”跨区域对飞与高原市场, 提升总体的经济效益。通过对两款机型的成本进行拆分与测算, 可见从经济性角度出发 ARJ21 机型更适合长航距, 并且能够帮助公司开辟高原市场的航线。现阶段来看, 公司的航线结构相对集中, 以省内对飞为主, 长航距的跨省支支对飞目前阶段还属于潜在挖掘市场。

图 77: 目前华夏航空的航线结构中省内对飞占比接近一半



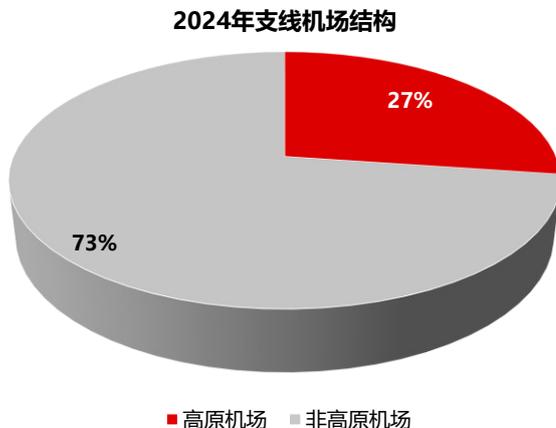
资料来源: 民航局, 长江证券研究所

图 78: 近年来华夏航空平均航距不断拉长



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 79：2024 年高原支线机场数量占比达到 27%



资料来源：民航局，长江证券研究所

表 10：ARJ21 与 CRJ900 标准关键参数对比

型号	CRJ900		ARJ21-700	
	STD	ER	STD	ER
客座数（全经济）	86	90	90	90
最大起飞权重（kg）	36514	37421	40500	43500
设计航程	1300	1600	1200	2000
高原/高温性能	不满足 CAAC 一类高原机场使用要求		满足 CAAC 一类高原机场使用要求	
发动机型号	CF34-8C5		CF34-10A	
发动机最大巡航状态耗油量	0.68 吨		0.65 吨	
2019 年国内航司飞机利用率	华夏航空：约 9 小时		成都航空：约 7 小时	

资料来源：《ARJ21 支线飞机市场营销策略研究》作者：徐敏，公司公告，中国商飞，长江证券研究所（注：此处关键数据均指代标准型号的机型）

2024 年以来，成都航空持续推进 ARJ21 的高高原试运营；2025 年 7 月 2 日，成都航空使用国产商用飞机运营的首条**货运**高高原航线成功开航，距离 ARJ21 获得高高原客运运营资质更进一步。随着未来 ARJ21 投入高高原市场运营，**将助力公司开辟航距更长的跨省对飞航线以及挖掘潜在的高原支线机场**，2024 年高原支线机场占比达到 27%，新市场的开辟有望进一步打开公司的成长空间。

投资建议：重打鼓、再开张

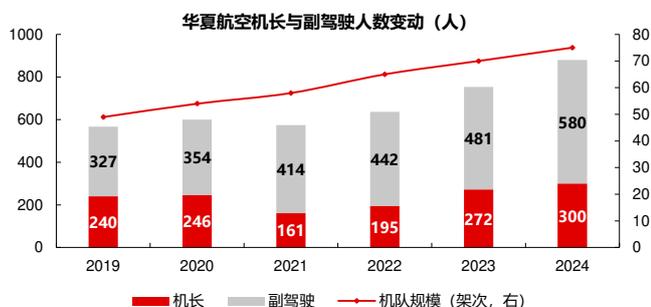
站在当下，华夏航空迎来了重打鼓、再开张的机遇，有望重回历史增长曲线：1) 短期：**机长缺口弥合，利用率弹性释放**。22 年开始华夏航空劳动力缺口得到逐步缓解，飞机利用率随之改善，**公司有望重回 21 年前的增长曲线**；2) 中期：**支线补贴大力倾斜，兜底行业β下行**。华夏航空的航网更聚焦中西部等偏远区域，显著获益支线补贴新政，**公司中期盈利更具确定性**；3) 长期：**与干线协同合作，实现二次流量变现**。公司在干支结合

的中转联程合作上更具优势，公司推出通程产品，充分利用干线航空公司的空置运力，实现支线流量的二次变现。预计公司 2025-2027 年实现归属净利润 7.0 亿、10.0 亿以及 12.1 亿元，对应 PE 分别为 15.8X、11.0X 以及 9.1X，维持“买入”评级。

短期：机长缺口弥合，利用率弹性释放

2021 年受公司安全事件影响，公司机长人数显著下降，影响公司的运营效率，飞机利用率随着大幅下降，跌至历史谷底，对公司盈利产生大幅拖累。随着 2022 年下半年公司运营逐步走向正常，公司通过自身培养以及外部招聘持续补充机长人数，华夏航空劳动力缺口得到逐步缓解，单机对应机长人数逐步恢复至正常状态，飞机利用率随之得到改善，截至 2024 年已经恢复至 2019 年同期约 80% 的水平，预计 26 年能够完全恢复至 2019 年水平。

图 80：2023 年开始，华夏航空的机长人数得到有效补充



资料来源：民航局，华夏航空公司公告，长江证券研究所

图 81：华夏航空的单机对应机长人数逐步恢复到正常状态



资料来源：华夏航空公司公告，长江证券研究所

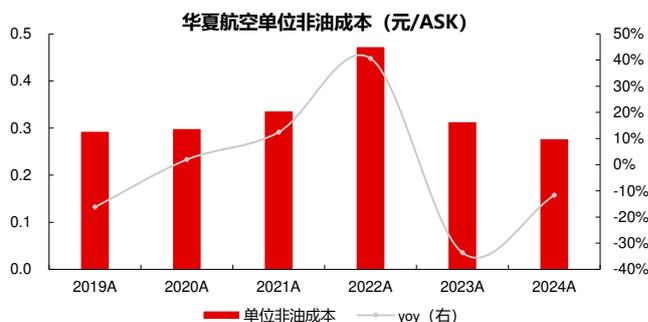
随着利用率的爬坡叠加 A320 占比的持续提升，2023 年开始华夏航空的单位非油成本得到有效摊薄，同时航班量相较 19 年大幅提升，24 年公司经营情况迈过盈利阈值，全年业绩实现扭亏为盈，预计 25 年开始盈利弹性有望逐年释放，公司有望重回 21 年前的增长曲线。

图 82：2023 年以来，公司飞机利用率显著提升



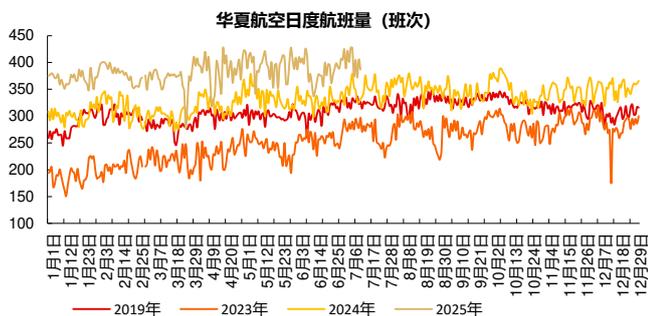
资料来源：华夏航空公司公告，长江证券研究所测算

图 83：2023 年以来，公司的单位非油成本得到有效摊薄



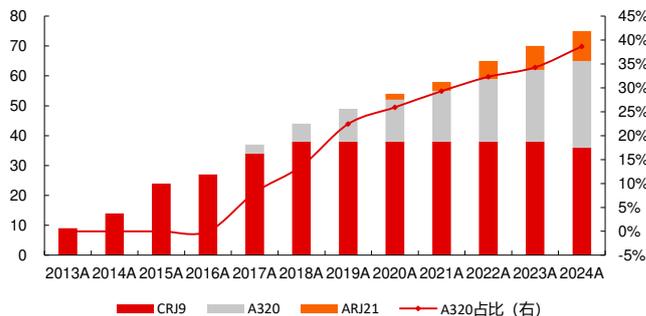
资料来源：华夏航空公司公告，长江证券研究所

图 84：随着利用率提升，公司的航班量得到显著增长



资料来源：CADAS，长江证券研究所测算

图 85：2019 年以来 A320 占比不断提升，拉动单位非油成本的摊薄



资料来源：华夏航空公司公告，长江证券研究所

中期：支线补贴大力倾斜，兜底行业 β 下行

2023 年 12 月 18 日，财政部与民航局发布《关于修订支线航空补贴管理暂行办法的通知》，进一步细化与规范支线补贴的分配。整体看新的补贴政策更加聚焦偏远及高原区域客运航班，补贴方式从单客切换至小时补贴，意味着航线结构更聚焦偏远区域，且飞行小时更长的支线航空补贴收益有望明显增厚：1) 补贴范围有所收窄，更加聚焦偏远及高原区域；2) 补贴方式从单旅客切换至小时补贴，单班单小时补贴标准大幅提升。

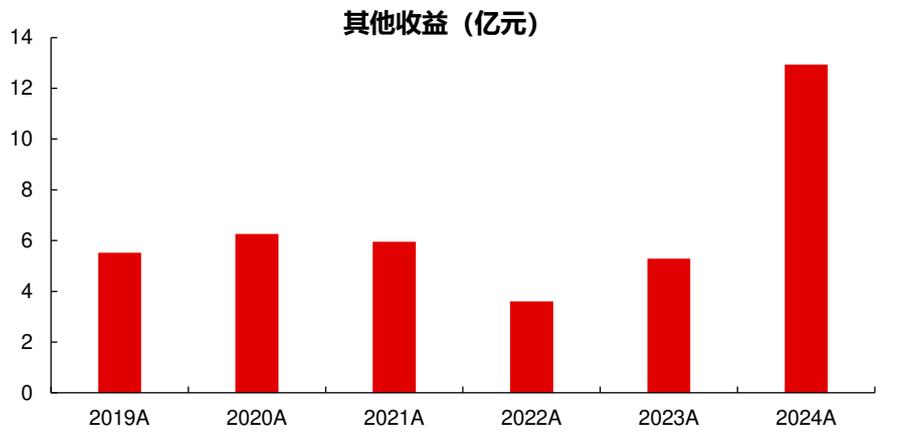
表 11：2023 年底，民航局对支线补贴政策做出调整

变动	旧文	新政
补贴范围更加聚焦	补贴范围为至少一端连接支线机场的省区内航段以及航距 600 公里以内的跨省区航段（连接北上广的除外），支线机场为年旅客吞吐量 200 万人次以下的民用运输机场、保障短途运输的通用机场	补贴范围为一段连接偏远及特殊地区支线机场的航段（连接北上广深的除外），以及非偏远及特殊地区的支线机场连接偏远及特殊地区非支线机场的航段。其中，支线机场是指年旅客吞吐量 200 万人次以下的民用运输机场；偏远及特殊地区包括西藏、新疆，青海、四川、甘肃、云南四省涉藏地区，四川凉山州、云南怒江州、甘肃临夏州，抵边地区、革命老区、海岛地区以及没有高铁通达的地面交通欠发达地区
跨省区航段航距限制放宽	跨省区航距不超过 600 公里	将跨省区航距放宽至 900 公里
补贴方式更加优化	一般支线补贴根据旅客人数计算核定，补贴标准按航段地区类别和客座率设置了 9 个类别，每人补贴 20 元—180 元不等，向中西部地区和低客座率航段倾斜	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 0.2 万元—1.2 万元不等。此外，为避免补贴资金过度集中在部分航线，同时考虑资金承受能力、支线通达性要求，区分航线类型，按照每周 4 班计算确定单个航段每家航司年补贴金额上限

资料来源：民航局，长江证券研究所

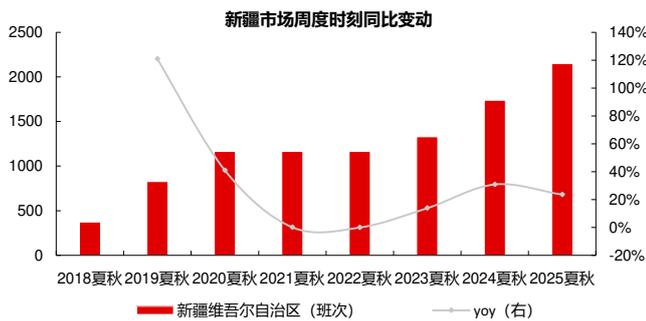
基于此，由于华夏航空的航网更聚焦中西部等偏远区域，显著获益支线补贴新政，使得 2024 年公司其他收益科目相较 23 年接近翻倍，显著增厚公司的盈利。25 年开始，以迎合支线补贴新政策，公司积极调整航线网络，下沉航线占比提升，同时支线补贴显著增长，兜底行业 β 下行，使得公司中期盈利更具确定性。

图 86：2024 年开始，获益于支线补贴政策的变化，华夏航空其他收益科目显著增长



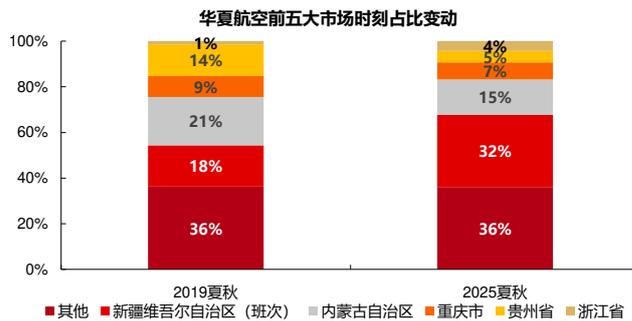
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 87：随着利用率爬坡，新疆市场 22 年开始再度迎来快速爬坡



资料来源：民航局，长江证券研究所

图 88：2025 夏秋新疆市场在华夏航空内部航班量的占比显著提升



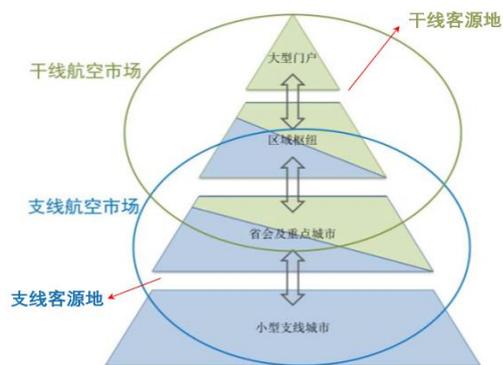
资料来源：民航局，长江证券研究所

长期：与干线协同合作，实现二次流量变现

聚焦支线网络的开拓，使得公司与其他公司在干支结合的中转联程合作上更具优势，公司推出通程产品，将不同航空公司的航班通过枢纽机场连接起来，实现全流程、标准化、全责任的衔接服务，充分利用干线航空公司的空置运力，实现支线流量的二次变现。

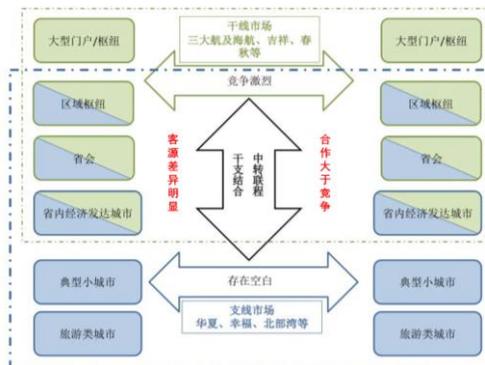
通程航班由两个航段组成，第一航段采用华夏航空的航班承运，第二航段可以采用中国国航、东方航空、南方航空、四川航空等干线航空公司承运，通程航班通过中转合作，改善了兴义、新疆等下沉市场的通达性，从而将自身的航线网络扩大至全市场。由于完全差异化的定位于只做支线，华夏航空在跨航司合作方面具备更强的竞争力。

图 89：支线与干线的客源地完全差异化



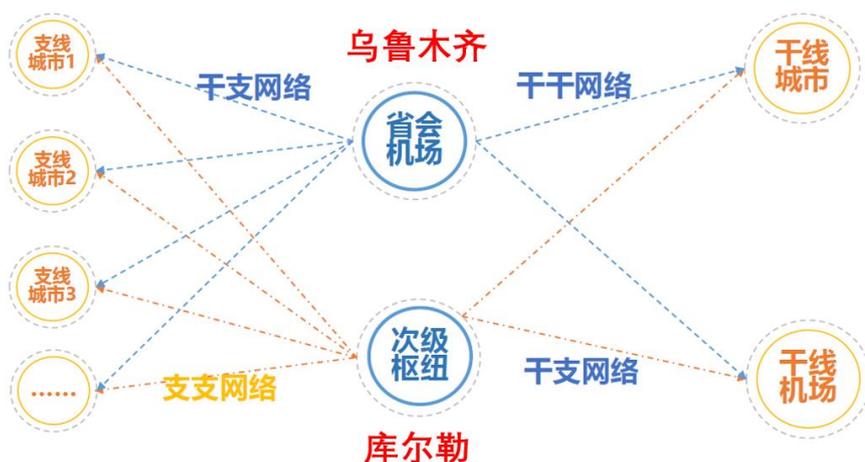
资料来源：华夏航空公司公告，长江证券研究所

图 90：差异化决定了支线和干线的合作大于竞争



资料来源：华夏航空公司公告，长江证券研究所

图 91：疆内支线网络布局催生库尔勒次级枢纽



资料来源：民航局，长江证券研究所

通程航班一方面改善了下沉市场的通达性，另一方面也增厚华夏航空的盈利，联程互售的单客票价水平超过单程票价约 500 元，是干支结合的额外利润，考虑航班的边际成本为零，垄断支线流量的华夏航空将拥有更高的定价权。随着通程航班的日益丰富和成熟，通程收入占比提升赋予华夏航空额外的盈利弹性。

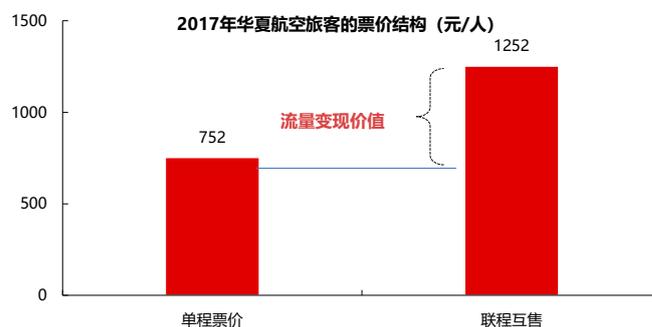
预计公司 2025-2027 年实现归属净利润 7.0 亿、10.0 亿以及 12.1 亿元，对应 PE 分别为 15.8X、11.0X 以及 9.1X，维持“买入”评级。

图 92：华夏航空推出覆盖全市场的通程产品

华夏航空 G56533Y 机型HJT 14:30 华夏通程·贵阳 23:10 贵阳飞机场 停 5小时45分 上海浦东机场T1 ¥850起 订票	华夏通程产品由华夏航空承运。航班号为G52690，2020-03-12 14:30-15:10，请提前2小时前往人工值机柜台办理登机手续(含国内航空安检)。航班号为MU5466，2020-03-12 20:55-23:10，如需预订婴儿、病残旅客、无成人陪伴儿童、犯罪嫌疑人员、遣返人员等特殊旅客机票，请致电华夏航空客服400-600-6633咨询申请。	通程专享 航空无忧 行李直达 一次值机
华夏航空 G529575 机型HJT 14:30 华夏通程·贵阳 19:45 贵阳飞机场 停 4小时15分 上海浦东机场T2 ¥790起 订票	华夏通程产品由华夏航空承运。航班号为G52690，2020-03-12 14:30-15:10，请提前2小时前往人工值机柜台办理登机手续(含国内航空安检)。航班号为CA4563，2020-03-12 17:05-19:45，如需预订婴儿、病残旅客、无成人陪伴儿童、犯罪嫌疑人员、遣返人员等特殊旅客机票，请致电华夏航空客服400-600-6633咨询申请。	通程专享 航空无忧 行李直达 一次值机
华夏航空 G55507E 机型HJT 15:30 隔夜通程·重庆 09:45 贵阳飞机场 停 14小时50分 上海浦东机场T2 ¥1220起 订票	华夏通程产品由华夏航空承运。航班号为G52702，2020-03-12 15:30-16:30，请提前2小时前往人工值机柜台办理登机手续(含国内航空安检)。航班号为3U8971，2020-03-13 07:20-09:45，如需预订婴儿、病残旅客、无成人陪伴儿童、犯罪嫌疑人员、遣返人员等特殊旅客机票，请致电华夏航空客服400-600-6633咨询申请。	通程专享 航空无忧 免票住宿
华夏航空 G56185F 机型HJT 19:25 华夏通程·贵阳 00:55 贵阳飞机场 停 2小时20分 上海浦东机场T2 ¥1130起 订票	华夏通程产品由华夏航空承运。航班号为G52630，2020-03-12 19:25-20:10，请提前2小时前往人工值机柜台办理登机手续(含国内航空安检)。航班号为H01042，2020-03-12 22:30-00:55，如需预订婴儿、病残旅客、无成人陪伴儿童、犯罪嫌疑人员、遣返人员等特殊旅客机票，请致电华夏航空客服400-600-6633咨询申请。	通程专享 航空无忧 行李直达 一次值机

资料来源：携程，长江证券研究所

图 93：联程互售航班的票价远超单程票价旅客



资料来源：华夏航空招股说明书，长江证券研究所

风险提示

- 1、宏观经济波动风险。出行需求分为 B 端和 C 端，B 端需求衍生于经济活动，C 端需求依赖于居民消费，宏观经济波动会影响需求。
- 2、油价大幅上涨，汇率大幅波动风险。油价是运输成本的重要来源，若油价在短期内大幅上行，将引致航空公司盈利承压。若人民币兑美元的汇率大幅波动，则会导致航司的财务费用大幅上涨，导致盈利承压。
- 3、支线补贴政策变动风险。公司的盈利中较大部分来源于民航局的支线补贴，若民航局的支线补贴政策发生较大变化，将对公司的盈利产生比较大的影响。
- 4、资本开支风险。1) 波音空客产能恢复超预期：海外市场生产经营趋于恢复，若波音与空客产能恢复超出市场预期，则供给交付进度有望加快；2) 国内航司收购海外破产航司，或低价收购飞机：经营逐步修复后，国内航司若收购海外剩余运力，运力存在短期迅速进入国内市场的可能性。
- 5、盈利预测不及预期风险。航空行业利润影响因素较多，除行业自身供需因素外，布伦特油价以及人民币兑美元汇率波动，均影响行业盈利，因此存在公司盈利预测不及预期的风险。若油价上涨超预期、宏观压力放大、出行需求承压，则悲观情境下预计公司 25-27 年实现营业收入为 76/85/88 亿元，实现归属净利润 6.3/8.7/10 亿元，同比增加 135%/38%/15%。

表 12：公司收入与利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	77.02	86.72	90.80	76.05	84.79	87.90
—yoy	15.03%	12.60%	4.70%	13.58%	11.49%	3.67%
毛利率	10.13%	12.96%	13.88%	8.99%	10.98%	11.04%
归属净利润	6.96	10.04	12.07	6.29	8.68	10.00
—yoy	159.84%	44.13%	20.28%	134.56%	38.13%	15.14%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6696	7702	8672	9080	货币资金	1659	2617	3754	4882
营业成本	6578	6921	7548	7819	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	118	781	1124	1260	应收账款	1026	1181	1329	1392
%营业收入	2%	10%	13%	14%	存货	236	248	271	281
营业税金及附加	20	23	26	27	预付账款	172	181	198	205
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	2086	2490	2883	3128
销售费用	296	335	368	386	流动资产合计	5181	6717	8436	9888
%营业收入	4%	4%	4%	4%	长期股权投资	1	1	1	1
管理费用	259	269	295	309	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	3%	3%	3%	固定资产合计	2638	2967	3228	3423
研发费用	11	11	11	11	无形资产	101	183	260	333
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	634	524	557	507	递延所得税资产	571	560	560	560
%营业收入	9%	7%	6%	6%	其他非流动资产	12207	12890	13445	13869
加：资产减值损失	-2	0	0	0	资产总计	20698	23318	25929	28073
信用减值损失	11	60	60	60	短期贷款	2579	3029	3367	3603
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	657	691	754	781
投资收益	148	1	1	1	预收账款	0	0	0	0
营业利润	374	995	1434	1700	应付职工薪酬	115	121	132	137
%营业收入	6%	13%	17%	19%	应交税费	77	88	99	104
营业外收支	-2	0	0	0	其他流动负债	2843	3304	3390	3434
利润总额	372	995	1434	1700	流动负债合计	6271	7234	7742	8058
%营业收入	6%	13%	17%	19%	长期借款	1939	2089	2189	2209
所得税费用	104	298	430	493	应付债券	0	0	0	0
净利润	268	696	1004	1207	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	268	696	1004	1207	其他非流动负债	9130	9943	10943	11543
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	17340	19266	20874	21811
EPS (元)	0.21	0.54	0.79	0.94	归属于母公司所有者权益	3358	4052	5055	6262
					少数股东权益	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					股东权益	3358	4052	5055	6262
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	20698	23318	25929	28073
经营活动现金流净额	1810	2548	3151	3652					
取得投资收益收回现金	0	1	1	1	基本指标				
长期股权投资	1	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-181	-2698	-2704	-2666	每股收益	0.21	0.54	0.79	0.94
其他	270	-153	-153	-153	每股经营现金流	1.42	1.99	2.46	2.86
投资活动现金流净额	90	-2849	-2855	-2817	市盈率	36.9	15.8	11.0	9.1
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.95	2.72	2.18	1.76
股权融资	13	0	0	0	EV/EBITDA	10.02	7.49	6.31	5.65
银行贷款增加 (减少)	3823	600	438	256	总资产收益率	1.4%	3.2%	4.1%	4.5%
筹资成本	-203	-549	-596	-563	净资产收益率	8.0%	17.2%	19.9%	19.3%
其他	-5801	1210	1000	600	净利率	4.0%	9.0%	11.6%	13.3%
筹资活动现金流净额	-2168	1262	842	293	资产负债率	83.8%	82.6%	80.5%	77.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-268	960	1137	1128	总资产周转率	0.34	0.35	0.35	0.34

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

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

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。