

25Q2 盈利落于预告中值，公司经营逐步改善

2025 年 08 月 31 日

► **2025 年 8 月 29 日公司发布 2025 年中报：**2025H1 公司营业收入 36.1 亿元，同比+12%，归母净利 2.5 亿元（24H1 归母净利 0.26 亿元），扣非归母净利 2.3 亿元（24H1 扣非归母净亏 0.13 亿元）；25Q2 公司营业收入 18.4 亿元，同比+15%，归母净利 1.7 亿元（24Q2 归母净利 0.01 亿元），落于业绩预告中值（公司预告 25Q2 归母净利 1.4-2.1 亿元），扣非归母净利 1.5 亿元（24Q2 扣非归母净亏 0.03 亿元）。

► **机构购买运力对公司单位收益水平形成托底，旅游航线淡季不淡或提升公司单位收益表现。**25H1 公司客公里收益 0.52 元，同比基本持平，我们认为主要受益两重因素：1) 新签运力采购合约单价提升，2024 年单公里政府购买收入同比+6.9%，我们预计新签合约对收益水平提升具备延续性，25H1 国内票价下行，机构运力购买对公司单位收益水平形成托底。2) 旅游航线淡季不淡，旅客单公里购票收益同比降幅低于行业，我们测算 25Q2 公司国内客座率同比+1.3pcts、客公里收益同比-0.8%，受益于支线旅游、淡季因私出行的结构性需求改善。

► **利用率回升、油价下降改善单位成本，机队机型结构调整，单位成本或仍有改善空间。**25H1 单位成本延续同比下降趋势，同比-7.4%，利用率回升摊薄租赁折旧等固定成本。我们测算 25Q1/25Q2 单位燃油成本同比-10%/-23%，单位非油成本同比-7.6%/+0.9%，二季度油价同比下降亦对单位成本贡献较大。

► **公司增加对偏远区域航线覆盖，单位补贴收益或受益支线补贴新规持续上升。**2023 年底民航局出台新版支线补贴管理办法，加大对偏远区域连接航线的补贴标准，公司立足支线市场定位，加大对偏远地区航线覆盖，2024 年符合补贴范围的航段运力占比提升 4.4pcts，我们预计年初至今公司运力投放具有延续性。25Q2 公司单位 ASK 其他收益达 0.088 元，同比+23.6%、环比+4.9%，补贴新办法下公司单位补贴提升，往后看我们预计公司盈利能力将持续受益。

► **25H1 公司转回 500 万元单项计提减值损失但账龄组合计提约 1200 万元，关注潜在减值转回对公司盈利影响。**2025 年上半年公司转回单项计提应收账款 500 万元，体现出下游客户回款情况逐渐改善，但同期按账龄组合计提约 1200 万元，使得公司 25H1 仍有约 400 万元的坏账减值。我们认为随着公司航线网络调整以及存量应收账款下游客户现金流能力改善，公司将逐渐进入应收账款回款周期。截至 2025 年 6 月底公司有约 3.2 亿元坏账减值准备，关注潜在减值转回对公司盈利影响。

► **投资建议：**看好支线市场增长潜力和公司在国内支线航线领域的先发优势，行业降价环境下政府运力购买模式对公司价格端形成一定支撑。25H1 公司单位成本下降超预期，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 6.2/8.5/11.3 亿元，当前华夏航空股价对应 2025-2027 年 19/14/10 倍市盈率。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**宏观经济复苏不及预期；油价大幅上涨；人民币汇率波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6,696	7,415	8,334	8,991
增长率 (%)	30.0	10.7	12.4	7.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	268	615	849	1,134
增长率 (%)	127.8	129.3	38.2	33.5
每股收益 (元)	0.21	0.48	0.66	0.89
PE	44	19	14	10
PB	3.5	3.0	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

9.20 元



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@glms.com.cn

分析师 张晓瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@glms.com.cn

研究助理 陈佳裕

执业证书：S0100124110008

邮箱：chenjiayu@glms.com.cn

相关研究

1. 华夏航空 (002928.SZ) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：2024 年盈利落于预告上沿，运力投放稳步恢复-2025/04/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,696	7,415	8,334	8,991
营业成本	6,578	6,769	7,320	7,671
营业税金及附加	20	22	25	27
销售费用	296	334	375	405
管理费用	259	260	292	315
研发费用	11	15	17	18
EBIT	834	1,306	1,610	1,962
财务费用	634	599	628	647
资产减值损失	-2	-9	-10	-10
投资收益	148	15	17	18
营业利润	374	713	989	1,324
营业外收支	-2	10	10	10
利润总额	372	723	999	1,334
所得税	104	108	150	200
净利润	268	615	849	1,134
归属于母公司净利润	268	615	849	1,134
EBITDA	2,282	2,815	3,239	3,712

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,659	2,232	2,410	3,003
应收账款及票据	1,035	1,067	1,135	1,225
预付款项	172	169	183	192
存货	236	217	234	245
其他流动资产	2,077	2,049	2,253	2,274
流动资产合计	5,181	5,733	6,216	6,940
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	2,638	3,169	3,689	4,202
无形资产	101	101	101	101
非流动资产合计	15,518	16,483	17,478	18,472
资产合计	20,698	22,216	23,694	25,412
短期借款	2,579	2,981	2,981	2,981
应付账款及票据	736	715	773	810
其他流动负债	2,956	3,506	3,576	3,623
流动负债合计	6,271	7,201	7,330	7,414
长期借款	1,939	1,684	1,684	1,684
其他长期负债	9,130	9,359	9,859	10,359
非流动负债合计	11,069	11,042	11,542	12,042
负债合计	17,340	18,244	18,872	19,456
股本	1,278	1,278	1,278	1,278
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,358	3,973	4,822	5,955
负债和股东权益合计	20,698	22,216	23,694	25,412

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.98	10.74	12.40	7.88
EBIT 增长率	272.26	56.66	23.24	21.90
净利润增长率	127.77	129.34	38.19	33.49
盈利能力 (%)				
毛利率	1.76	8.70	12.16	14.68
净利润率	4.00	8.29	10.19	12.61
总资产收益率 ROA	1.29	2.77	3.58	4.46
净资产收益率 ROE	7.98	15.47	17.61	19.04
偿债能力				
流动比率	0.83	0.80	0.85	0.94
速动比率	0.71	0.69	0.74	0.82
现金比率	0.26	0.31	0.33	0.41
资产负债率 (%)	83.78	82.12	79.65	76.56
经营效率				
应收账款周转天数	51.66	50.67	47.28	46.97
存货周转天数	11.76	12.04	11.09	11.26
总资产周转率	0.34	0.35	0.36	0.37
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.48	0.66	0.89
每股净资产	2.63	3.11	3.77	4.66
每股经营现金流	1.42	2.10	2.29	2.73
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	44	19	14	10
PB	3.5	3.0	2.4	2.0
EV/EBITDA	10.88	8.82	7.67	6.69
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	268	615	849	1,134
折旧和摊销	1,448	1,508	1,629	1,749
营运资金变动	-436	-42	-215	-88
经营活动现金流	1,810	2,684	2,930	3,484
资本开支	-181	-858	-896	-936
投资	271	0	0	0
投资活动现金流	90	-843	-879	-918
股权募资	13	0	0	0
债务募资	-121	685	0	0
筹资活动现金流	-2,168	-1,269	-1,872	-1,973
现金净流量	-262	572	179	593

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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

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