

渤海租赁营收同比高增，飞机租赁行业景气持续向好

渤海租赁（000415.SZ）2025H1 业绩点评

● 核心观点

渤海租赁营业收入同比高增，商誉减值对净利润拖累明显。全球航空客运需求持续景气，叠加飞机制造商产能受限等因素，飞机市场价值、租赁费率及续约率维持高位。2025 年上半年，公司营业收入为 284.6 亿元，同比增长 75.91%，主要受益于本期飞机销售和飞机租赁收入增加。2025H1 公司归母净利润为-20.19 亿元，较上年同期减少 27.35 亿元，主要受商誉减值影响。若剔除上述商誉减值影响，2025 年上半年公司归母净利润为 12.70 亿元，同比增长 77.27%。从营收结构来看，公司营业收入的核心来源是飞机租赁和销售业务，合计占比约 89%。飞机租赁业务主要以经营租赁展开，2025H1 飞机租赁收入为 153.24 亿元，占营收比例约为 53.8%；飞机销售为 100.35 亿元，占营收比例约为 35.3%。

Avolon 订单飞机优势显著，机队结构符合主流趋势。截至 2025 年二季度末，Avolon 机队规模为 1076 架，服务于全球 60 个国家的 142 家航空公司客户。Avolon 机队包括自有飞机 599 架，管理飞机 35 架，订单飞机 442 架，主要机型为 A320NEO 和波音 737MAX，符合市场对于主流机型选择趋势。

渤海租赁聚焦飞机租赁业务，在飞机供不应求、航空业需求持续复苏的大背景下，飞机租金和飞机价值均有望提升，资产端收益率有望进一步改善，公司经营业绩有望提升。公司负债端主要以境外负债为主，未来利率有望下行，叠加公司自身信用评级改善，整体负债成本和结构有望进一步优化。我们预计公司 2025-2027 年实现收入 534.04/337.28/359.83 亿元，同比增速分别为+38.96%/-36.84%/+6.69%，归母净利润 1.35/15.69/22.20 亿元，同比增速分别为-85.06%/+1,062.44%/+41.46%，对应 PB 分别为 0.67x/0.63x/0.59x。渤海租赁过去 5 年 PB 均值在 0.55x，而公司 ROE 水平较低主要受前期股东债务危机、疫情以及资产减值等因素影响，随着集装箱资产剥离、债务结构不断优化，公司 ROE 有望步入上行通道。考虑到公司当前基本面改善预期较强，估值中枢有望进一步提升，渤海租赁 2025 年目标 PB 0.85x，对应目标价 4.29 元，维持“买入”评级。

风险提示：飞机制造商产能超预期增长；航空需求恢复不及预期；飞机安全事故风险；政策风险。

重要数据

单位：亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	384.31	534.04	337.28	359.83
增长率 (%)	14.12	38.96	-36.84	6.69
归母净利润	9.04	1.35	15.69	22.20
增长率 (%)	-29.45	-85.06	1062.44	41.46
EPS (元/股)	0.15	0.02	0.25	0.36
市盈率 (P/E)	22.99	153.92	13.24	9.36
市净率 (P/B)	0.66	0.67	0.63	0.59

数据来源：公司公告，麦高证券研究发展部 注：数据截至 2025 年 9 月 3 日

证券研究报告

股票代码	000415.SZ
公司评级	买入
评级变动	维持
收盘价	3.36
目标价	4.29

近 1 年股价走势



分析师

钟奕昕 S0650524030001

联系邮箱：zhongyixin@mgzq.com

相关研究

《聚焦飞机主业，飞机租赁龙头新起航》
2025.07.21

正文目录

一、 渤海租赁营收同比高增，订单飞机优势显著	3
1.1 渤海租赁营业收入同比高增，净利润受商誉减值拖累明显	3
1.2 Avolon 订单飞机优势显著，机队结构符合主流趋势	4
二、 盈利预测与投资建议	4
三、 风险提示	5

图表目录

图 1： 渤海租赁营业收入及同比增速	3
图 2： 渤海租赁归母净利润及同比增速	3
图 3： 渤海租赁收入结构	3
图 4： 渤海租赁境外收入占比高	3
表 1： Avolon 机队结构（架，截至 2025 年 6 月 30 日）	4

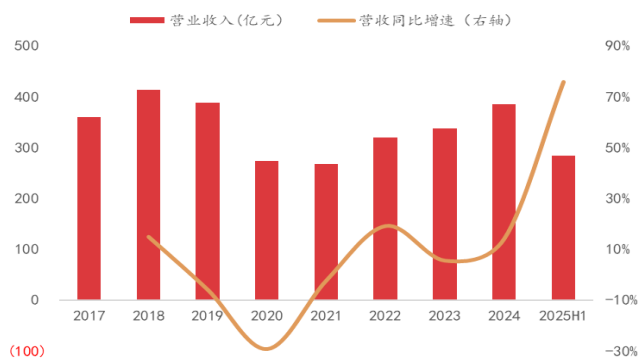
一、渤海租赁营收同比高增，订单飞机优势显著

1.1 渤海租赁营业收入同比高增，净利润受商誉减值拖累明显

渤海租赁营业收入同比高增，商誉减值对净利润拖累明显。全球航空客运需求持续景气，叠加飞机制造商产能受限等因素，飞机市场价值、租赁费率及续约率维持高位。2025 年上半年，公司营业收入为 284.6 亿元，较上年同期增加 122.81 亿元，同比增长 75.91%，主要受益于本期飞机销售和飞机租赁收入增加。

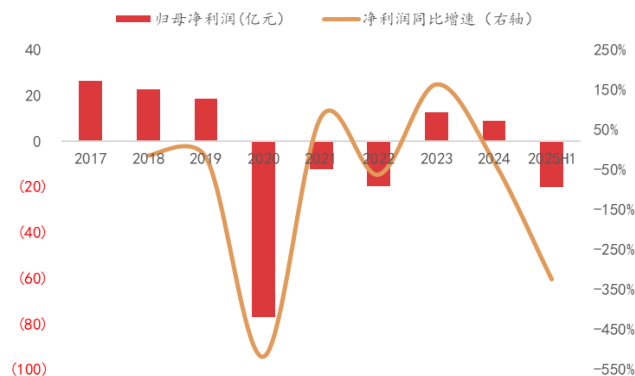
2025H1 公司归母净利润为-20.19 亿元，较上年同期减少 27.35 亿元，主要受商誉减值影响：本报告期公司全资子公司 Global Sea Containers Two Limited 拟出售 GSCL100%股权，根据《股权购买协议》约定的交易价格及调整机制，因 GSCL100%股权的交易价格低于其净资产，出现减值迹象，根据商誉减值测试结果计提减值损失约 32.89 亿元。若剔除上述商誉减值影响，2025 年上半年公司归母净利润为 12.70 亿元，同比增长 77.27%。

图1：渤海租赁营业收入及同比增速



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

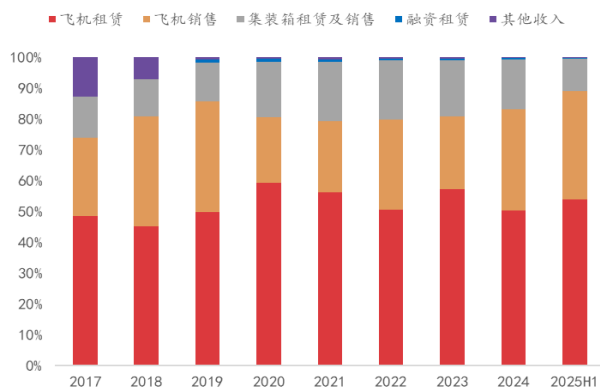
图2：渤海租赁归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

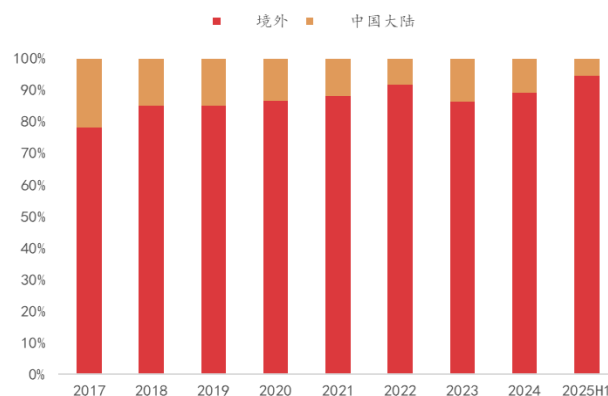
从营收结构来看，公司营业收入的核心来源是飞机租赁和销售业务，合计占比约 89%。飞机租赁业务主要以经营租赁展开，2025H1 飞机租赁收入为 153.24 亿元，占营收比例约为 53.8%；飞机销售为 100.35 亿元，占营收比例约为 35.3%；集装箱业务收入占比则持续走低，2025H1 降至 10.4%；融资租赁和其他收入占比较少，约 0.5%。从营收地区分布来看，由于渤海租赁主要通过境外子公司开展飞机租赁业务，因此境外收入占营收比例一直处于较高水平，自 2019 年以来便超过 85%，2025H1 公司境外收入占比达到 94%，较 2024 年末提升 5pct。

图3：渤海租赁收入结构



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

图4：渤海租赁境外收入占比高



资料来源：Wind，麦高证券研究发展部

1.2 Avolon 订单飞机优势显著，机队结构符合主流趋势

Avolon 订单飞机优势显著，机队结构符合主流趋势。截至 2025 年二季度末，Avolon 机队规模为 1076 架，服务于全球 60 个国家的 142 家航空公司客户。Avolon 机队结构如下：自有飞机 599 架，管理飞机 35 架，机型以空客 A320 系列和波音 737 系列等飞机资产价值相对稳定的主流单通道窄体客机为主；订单飞机 442 架，主要机型为 A320NEO 和波音 737MAX，符合市场对于主流机型选择趋势。2025 年第二季度，Avolon 完成 15 架新飞机交付，完成 26 架订单飞机的租约安排，计划于未来 24 个月内交付的订单飞机已有 98% 落实租约；此外，2025Q2 共完成 20 架飞机销售，截至 2025 年二季度末，已同意出售但尚未完成交割的飞机为 54 架。

表1: Avolon 机队结构（架，截至 2025 年 6 月 30 日）

机队类型	自有飞机	管理飞机	订单飞机	总数
空客 A320NEO 系列	142	3	283	428
空客 A320CEO 系列	168	14	0	182
波音 737 MAX 系列	39	0	117	156
波音 737 NG 系列	86	10	0	96
空客 A330 - 900NEO	32	1	40	73
空客 A330 - 200/300	45	7	0	52
波音 787 - 8/9	35	0	0	35
空客 A350 - 900/1000	24	0	0	24
E195 - E2/E190 - 200	15	0	0	15
CRJ900	7	0	0	7
A220	5	0	0	5
波音 777/777F	1	0	2	3
合计	599	35	442	1076

资料来源：Wind、公司公告，麦高证券研究发展部

二、盈利预测与投资建议

渤海租赁聚焦飞机租赁业务，在飞机供不应求、航空业需求持续复苏的大背景下，飞机租金和飞机价值均有望提升，资产端收益率有望进一步改善，公司经营业绩有望提升。公司负债端主要以境外负债为主，目前美联储已进入新一轮降息通道，整体来看利率有望下行，叠加公司自身信用评级改善，整体负债成本和结构有望进一步优化。

我们预计公司 2025-2027 年实现收入 534.04/337.28/359.83 亿元，同比增速分别为 +38.96%/-36.84%/+6.69%，归母净利润 1.35/15.69/22.20 亿元，同比增速分别为 -85.06%/+1,062.44%/+41.46%，对应 PB 分别为 0.67x/0.63x/0.59x。渤海租赁过去 5 年 PB 均值在 0.55x，而公司 ROE 水平较低主要受前期股东债务危机、疫情以及资产减值等因素影响，随着集装箱资产剥离、债务结构不断优化，公司 ROE 有望步入上行通道。考虑到公司当前基本面改善预期较强，估值中枢有望进一步提升，渤海租赁 2025 年目标 PB 0.85x，对应目标价 4.29 元，维持“买入”评级。

三、风险提示

1. **飞机制造商产能恢复超预期**：供应链短缺等制约因素超预期缓解，飞机交付量超预期回升。
2. **宏观经济波动，航空需求恢复不及预期**：受宏观经济波动等因素，航空业整体需求释放趋缓、恢复速度不及预期。
3. **政策风险**：免签等出游相关利好政策落地速度和效果不及预期，国际旅行恢复放缓。
4. **飞机安全事故风险**：航空需求受安全相关重大事故影响，出行恢复速度放缓，需求增速不及预期。

财务报告预测与估值数据汇总
利润表 (亿元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	384	534	337	360
%同比增速	14%	39%	-37%	7%
营业成本	228	358	188	197
毛利	156	176	149	163
%营业收入	41%	33%	44%	45%
税金及附加	0	1	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	2	2	2	2
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	17	24	15	16
%营业收入	4%	5%	5%	5%
研发费用	0	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	96	101	94	97
%营业收入	25%	19%	28%	27%
资产减值损失	-25	-32	0	0
信用减值损失	3	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
投资收益	1	2	2	2
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	3	4	3	3
营业利润	25	22	42	52
%营业收入	7%	4%	13%	15%
营业外收支	13	0	0	0
利润总额	38	22	42	52
%营业收入	10%	4%	13%	15%
所得税费用	14	6	11	14
净利润	24	16	31	39
%同比增速	30%	-31%	92%	23%
归属于母公司的净利润	9	1	16	22
%营业收入	2%	0%	5%	6%
少数股东损益	15	15	16	17
EPS (元/股)	0.15	0.02	0.25	0.36

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.15	0.02	0.25	0.36
BVPS	5.09	5.05	5.31	5.66
PE	22.99	153.92	13.24	9.36
PEG	—	—	0.01	0.23
PB	0.66	0.67	0.63	0.59
EV/EBITDA	8.93	9.88	10.44	9.94
ROE	3%	0%	5%	6%
ROIC	3%	3%	3%	3%

资料来源：公司公告，麦高证券研究发展部

资产负债表 (亿元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	265	512	321	431
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	15	21	14	15
存货	1	2	1	1
预付账款	1	2	1	1
其他流动资产	131	151	151	151
流动资产合计	414	687	488	599
长期股权投资	3	3	3	3
投资性房地产	7	7	7	7
固定资产合计	1,934	2,175	2,156	2,288
无形资产	0	0	0	0
商誉	78	36	36	36
递延所得税资产	10	11	11	11
其他非流动资产	417	425	454	473
资产总计	2,864	3,344	3,154	3,416
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5	8	5	5
预收账款	20	28	18	19
应付职工薪酬	5	8	4	4
应交税费	12	16	10	11
其他流动负债	245	425	408	409
流动负债合计	287	485	444	448
长期借款	647	747	787	827
应付债券	1,279	1,429	1,209	1,389
递延所得税负债	35	42	42	42
其他非流动负债	128	140	140	140
负债合计	2,376	2,843	2,622	2,846
归属于母公司的所有者权益	315	312	328	350
少数股东权益	173	188	204	220
股东权益	488	500	532	571
负债及股东权益	2,864	3,344	3,154	3,416

现金流量表 (亿元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	255	291	180	230
投资	0	-32	-30	-20
资本性支出	-46	-324	-57	-217
其他	-68	-4	2	2
投资活动现金流净额	-114	-360	-86	-236
债权融资	154	423	-180	220
股权融资	0	0	0	0
支付股利及利息	-103	-107	-106	-104
其他	-12	0	0	0
筹资活动现金流净额	40	315	-286	116
现金净流量	182	246	-191	110

【投资评级说明】

本报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 15%以上；

增持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在 5%到 15%之间；

中性：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

减持：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%到-5%之间；

卖出：未来 6 个月内，个股相对于同期基准指数涨幅在-15%以下。

行业评级

优于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在 5%以上；

同步大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%到 5%之间；

弱于大市：未来 6 个月内，行业相对于同期基准指数涨幅在-5%以下。

【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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，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。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。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。

麦高证券有限责任公司研究发展部

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

麦高证券机构销售团队

姓名	职务	手机	邮箱
张旭	机构销售	18195120376	zhangxu01@mgzq.com
王佳瑜	机构销售	15393708503	wangjiayu@mgzq.com
刘沁然	机构销售	15190951726	liuqinran@mgzq.com