

25Q3 盈利同比高增长，延续经营改善趋势

2025 年 11 月 04 日

► **2025 年 10 月 30 日公司发布 2025 年三季报：**2025Q1-3 公司营收 57.3 亿元，同比+11%，归母净利 6.2 亿元，同比+102%，扣非归母净利 5.7 亿元，同比+94%。**单三季度：**25Q3 公司营收 21.2 亿元，同比+9.3%，归母净利 3.7 亿元，同比+32%，扣非归母净利 3.4 亿元，同比+22%。25Q3 公司盈利同比增长主要受益于单位成本下降，单位非油成本随着运力增长持续下降，油价下降亦带来成本下降，收益端客座率同比提升对冲了票价下降影响。

► **25Q3 公司收入端呈现以价换量，运力和客座率均同比提升，客公里收益同比下降。**根据公司公告，25Q3 公司运力投放同比+15%，整体客座率达到 86.4%，同比+2.9pcts，价格端我们测算公司 25Q3 客公里收益同比下降约 8%，或受到暑期国内航线机票价格较弱影响，由于客座率同比提升，我们测算 25Q3 公司座公里收益同比下降约 5%。

► **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。**25Q3 单位成本同比-4.1%，延续同比下降趋势，利用率回升摊薄租赁折旧等固定成本，我们测算 25Q3 单位非油成本基本持平，三季度国内航空煤油出厂价同比-11%，带动单位燃油成本同比-12%。考虑到公司机队结构中 A320 窄体机占比提升，以及公司利用率仍在修复，我们认为单位成本或仍有改善空间。

► **公司继续冲回信用减值损失。**25Q3 计提信用减值收益约 2900 万元，体现出下游客户回款情况逐渐改善。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。根据中报披露截至 6 月底公司有约 3.2 亿元坏账减值准备，关注减值转回对公司盈利增厚。

► **机构购买运力对淡季单位收益形成托底，旅游航线淡季不淡有望提升公司全年单位收益表现。**年初至今公司单位收益呈现淡季不淡（上半年客公里收益 0.52 元，同比持平），我们认为主要受益于两重因素：1) 公司收入中运力采购合约部分不受行业价格下降影响，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，公司经营航线单公里购票收益同比降幅低于行业，由于旅客淡季出行增加，淡季支线旅游需求改善。我们看好四季度公司单位收益延续较好表现，全年座公里收益中枢上移。

► **投资建议：**看好公司经营改善趋势，单位收益上移以及单位成本下降带来利润率提升，维持 2025-2027 年公司归母净利润 6.2/8.5/11.3 亿元的预测，当前公司股价对应 2025-2027 年 22/16/12 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。

推荐

维持评级

当前价格：

10.80 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) 2025 年半年报点评：25Q2 盈利落于预告中值，公司经营逐步改善-2025/08/31

2. 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

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	7,398	8,354	9,011
增长率 (%)	30.0	10.5	12.9	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	129.7	38.0	33.6
每股收益 (元)	0.21	0.48	0.66	0.89
PE	52	22	16	12
PB	4.1	3.5	2.9	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 11 月 3 日收盘价）

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	7,398	8,354	9,011
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	333	376	406
管理费用	259	259	292	315
研发费用	11	15	17	18
EBIT	834	1,288	1,631	1,985
财务费用	634	580	649	668
资产减值损失	-2	-9	-10	-10
投资收益	148	15	17	18
营业利润	374	714	989	1,324
营业外收支	-2	10	10	10
利润总额	372	724	999	1,334
所得税	104	109	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	2,800	3,269	3,746

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,659	2,234	2,400	2,994
应收账款及票据	1,035	1,064	1,138	1,228
预付款项	172	169	183	192
存货	236	217	234	245
其他流动资产	2,077	2,354	2,567	2,588
流动资产合计	5,181	6,038	6,523	7,247
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	2,638	3,269	3,856	4,414
无形资产	101	101	101	101
非流动资产合计	15,518	16,724	17,718	18,712
资产合计	20,698	22,762	24,241	25,959
短期借款	2,579	3,265	3,265	3,265
应付账款及票据	736	715	773	810
其他流动负债	2,956	3,551	3,622	3,669
流动负债合计	6,271	7,530	7,660	7,744
长期借款	1,939	1,919	1,919	1,919
其他长期负债	9,130	9,343	9,843	10,343
非流动负债合计	11,069	11,262	11,762	12,262
负债合计	17,340	18,792	19,421	20,005
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	3,970	4,820	5,954
负债和股东权益合计	20,698	22,762	24,241	25,959

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	10.49	12.92	7.87
EBIT 增长率	272.26	54.49	26.62	21.67
净利润增长率	127.77	129.66	37.97	33.57
盈利能力 (%)				
毛利率	1.76	8.50	12.37	14.87
净利润率	4.00	8.32	10.16	12.59
总资产收益率 ROA	1.29	2.70	3.50	4.37
净资产收益率 ROE	7.98	15.50	17.62	19.05
偿债能力				
流动比率	0.83	0.80	0.85	0.94
速动比率	0.71	0.66	0.70	0.79
现金比率	0.26	0.30	0.31	0.39
资产负债率 (%)	83.78	82.56	80.12	77.07
经营效率				
应收账款周转天数	51.66	50.72	47.18	46.97
存货周转天数	11.76	12.04	11.09	11.26
总资产周转率	0.34	0.34	0.36	0.36
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	1.92	2.31	2.75
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	52	22	16	12
PB	4.1	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	12.04	9.82	8.41	7.34
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	1,512	1,638	1,762
营运资金变动	-436	-344	-227	-88
经营活动现金流	1,810	2,457	2,948	3,518
资本开支	-181	-1,161	-905	-949
投资	271	0	0	0
投资活动现金流	90	-1,147	-888	-931
股权募资	13	0	0	0
债务募资	-121	1,425	0	0
筹资活动现金流	-2,168	-736	-1,893	-1,994
现金净流量	-262	574	167	594

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