

华夏航空 (002928.SZ)

增持 (维持)

Q3 利润高增长，单位成本持续优化

2025 前三季度，公司实现营业收入 57.3 亿元，同比增长 11.2%，归母净利润 6.2 亿元，同比增加 3.1 亿元；其中单三季度，公司实现营业收入 21.2 亿元，同比增长 9.3%，公司实现归母净利润 3.7 亿元，同比增长 31.6%。

□ 营收稳健增长，归母净利同比增 31.6%。2025 前三季度，公司实现营业收入 57.3 亿元，同比增长 11.2%，归母净利润 6.2 亿元，同比增加 3.1 亿元，扣非归母净利润 5.7 亿元，同比增加 2.9 亿元；其中单三季度，公司实现营业收入 21.2 亿元，同比增长 9.3%，受益于其他收益增加 0.99 亿元，公司实现归母净利润 3.7 亿元，同比增长 31.6% 亿元，扣非归母净利润 3.4 亿元，同比增长 21.6%。

□ 聚焦支线航空战略，运营效率持续提升。总体运营上看，受益于国内因私出行、淡季出行、支线旅游等需求的持续增长，公司旅客运输量持续提升，客座率已超疫情前水平。2025 前三季度，1) 公司 ASK/RPK 分别同比 +19.3%/+24.2%；2) 国内 ASK/RPK 分别同比 +19.6%/+24.8%；3) 国际 ASK/RPK 分别同比 -2.2%/-14.3%；其中单三季度，ASK/RPK 同比分别 +15.4%/+19.4%；2) 国内 ASK/RPK 同比分别 +16.2%/+20.2%；3) 国际 ASK/RPK 同比分别 -39.6%/-39%；4) 总体/国内/国际客座率分别为 86.4%/86.4%/63.7%，同比分别 +2.9/+2.8/+0.8pct，较 2019 年同期分别 +3.5/+3.5/-1pct。

□ Q3 毛利高增长，单位成本降幅显著。从具体营收成本端分析，收入端，公司 25Q3 单位座公里收入 (营业收入/ASK) 为 0.454 元，同比下降 5.3%。成本端，25Q3 单位座公里成本 (营业成本/ASK) 为 0.392 元，同比下降 8.2%，主要受公司机队利用率提升对单位成本的摊薄及 25Q3 航油价格同比下降 11% 的影响。利润端，25Q3 公司实现毛利润 2.9 亿元，同比增长 36.8%，主要受益于 RPK 增长以及成本端的改善。

□ 汇兑收益同比减少，费用占比有所提升。2025Q3 公司四项费用合计为 2.7 亿元，同比增长 40.2%、增加 0.79 亿元，占营收比例为 12.9%，同比提升 2.8pct；其中财务费用同比增加 0.65 亿元，25Q3 汇兑净收益及其他为 0.21 亿元，24Q3 为 0.83 亿元，同比减少 0.63 亿元。

□ 受益航班量提升，航线补贴同比大增。25Q3 公司其他收益为 3.91 亿元，同比增加 0.99 亿元，主要受益于公司增加支线补贴范围内以及疆内环串飞的航班量。

□ 投资建议：短期公司利用率提升、航油成本边际改善，单位成本有望继续下降，叠加新支线补贴政策下公司政府补贴大幅增厚，业绩弹性有望持续显现。中长期，公司打造特色网络布局，错位竞争优势有望显现。我们认为公司短期将受益于利用率提升、油价下降及补贴利好带来的业绩弹性；长期将受益于支线航空市场广阔空间，我们维持公司 2025-27 年归母净利润预期 6.2/8.5/10.7 亿元，公司目前股价对应 2025-27 年市盈率分别为 22.9/16.7/13.2 倍，维持公司“增持”投资评级。

□ 风险提示：宏观经济增长不及预期、政府补贴不及预期、运力增长不及预期、油价大幅上涨、人民币大幅贬值、应收账款坏账风险。

周期/交通运输

目标估值：NA

当前股价：11.08 元

基础数据

总股本 (百万股)	1278
已上市流通股 (百万股)	1278
总市值 (十亿元)	14.2
流通市值 (十亿元)	14.2
每股净资产 (MRQ)	3.1
ROE (TTM)	14.6
资产负债率	83.2%
主要股东	华夏航空控股(深圳)有限公司
主要股东持股比例	23.41%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	42	30
相对表现	11	20	17



相关报告

- 1、《华夏航空 (002928) — 聚焦支线市场，盈利大幅增长》2025-09-09
- 2、《华夏航空 (002928) — 支线航空市场巨头，扬帆再启航》2024-11-12

王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn
孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn
肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn
刘若琮 S1090524110003
liuruocong@cmschina.com.cn
张瑜玲 S1090525060006
zhangyuling2@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5151	6696	7515	8703	9963
同比增长	95%	30%	12%	16%	14%
营业利润(百万元)	(1078)	374	749	1029	1302
同比增长	-54%	-135%	100%	37%	27%
归母净利润(百万元)	(965)	268	618	847	1071
同比增长	-51%	-128%	130%	37%	26%
每股收益(元)	-0.75	0.21	0.48	0.66	0.84
PE	-14.7	52.9	22.9	16.7	13.2
PB	4.6	4.2	3.6	2.9	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4076	5181	4731	5432	6144
现金	1920	1659	786	876	942
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	9	10	11	13
应收款项	895	1026	1152	1334	1527
其它应收款	698	1765	1981	2294	2626
存货	194	236	261	295	329
其他	365	485	541	621	705
非流动资产	14103	15518	15302	15152	15032
长期股权投资	2	1	1	1	1
固定资产	3012	2638	2695	2770	2836
无形资产商誉	178	101	91	82	74
其他	10911	12777	12515	12300	12122
资产总计	18179	20698	20033	20584	21176
流动负债	5752	6271	5407	5509	5408
短期借款	2077	2579	3763	3733	3499
应付账款	571	736	812	919	1026
预收账款	66	157	173	196	219
其他	3038	2798	659	661	664
长期负债	9340	11069	10650	10252	9874
长期借款	1783	1939	1939	1939	1939
其他	7556	9130	8711	8313	7934
负债合计	15092	17340	16057	15761	15282
股本	1278	1278	1278	1278	1278
资本公积金	3246	3248	3248	3248	3248
留存收益	(1436)	(1168)	(551)	296	1368
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3088	3358	3975	4823	5894
负债及权益合计	18179	20698	20033	20584	21176

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1322	1810	(381)	(491)	(380)
净利润	(965)	268	618	847	1071
折旧摊销	286	350	373	335	333
财务费用	593	628	500	515	530
投资收益	(1)	(148)	(1600)	(1760)	(1848)
营运资金变动	1576	638	(329)	(479)	(513)
其它	(167)	73	57	51	46
投资活动现金流	(541)	90	1385	1524	1588
资本支出	(541)	(298)	(215)	(236)	(260)
其他投资	0	389	1600	1760	1848
筹资活动现金流	(736)	(2168)	(1877)	(943)	(1142)
借款变动	(507)	(3110)	(958)	(30)	(233)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	2	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(229)	940	(919)	(913)	(909)
现金净增加额	45	(268)	(873)	90	67

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5151	6696	7515	8703	9963
营业成本	5513	6578	7261	8218	9175
营业税金及附加	16	20	18	20	23
营业费用	239	296	315	364	417
管理费用	267	259	274	317	363
研发费用	23	11	0	0	0
财务费用	593	634	500	515	530
资产减值损失	(107)	35	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
其他收益	528	1293	1600	1760	1848
投资收益	1	148	0	0	0
营业利润	(1078)	374	749	1029	1302
营业外收入	5	12	6	6	6
营业外支出	28	14	2	2	2
利润总额	(1100)	372	753	1033	1306
所得税	(135)	104	136	186	235
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(965)	268	618	847	1071

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	95%	30%	12%	16%	14%
营业利润	-54%	-135%	100%	37%	27%
归母净利润	-51%	-128%	130%	37%	26%
获利能力					
毛利率	-7.0%	1.8%	3.4%	5.6%	7.9%
净利率	-18.7%	4.0%	8.2%	9.7%	10.8%
ROE	-27.0%	8.3%	16.8%	19.3%	20.0%
ROIC	-4.5%	5.5%	10.4%	12.6%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	83.0%	83.8%	80.2%	76.6%	72.2%
净负债比率	35.4%	32.2%	28.5%	27.6%	25.7%
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	30.1	30.6	29.2	29.6	29.4
应收账款周转率	5.8	6.9	6.8	6.9	6.9
应付账款周转率	9.9	10.1	9.4	9.5	9.4
每股资料(元)					
EPS	-0.75	0.21	0.48	0.66	0.84
每股经营净现金	1.03	1.42	-0.30	-0.38	-0.30
每股净资产	2.42	2.63	3.11	3.77	4.61
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-14.7	52.9	22.9	16.7	13.2
PB	4.6	4.2	3.6	2.9	2.4
EV/EBITDA	-96.4	22.1	17.1	14.7	12.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。