

华夏航空（002928）

证券研究报告

2025 年 11 月 21 日

支线市场广阔，盈利增长可期

支线航司龙头，市场空间广阔

华夏航空聚焦支线航空市场，在旅客周转量等方面，遥遥领先多数支线航司。支线蓝海市场，未来空间广阔。航网通达性提升，支线航空发展迅速。随着中西部地区经济增长迅速、支线发展利好政策不断落地，支线航空中长期发展前景广阔。未来随着经济复苏，旅游强国建设下航旅融合持续深化，支线航空需求释放，华夏航空的收入与利润有望趋于增长。

困境反转→趋势改善，盈利能力回升

一方面，华夏航空加强风险管控，走出“安全事故”困境。整改措施相应落地，华夏航空运营能力不断恢复、改善，盈利能力有望回升。另一方面，华夏航空经营能力增强，走出“高政府补贴依赖度”困境。华夏航空通过灵活调度航网结构、提高通程业务占比及规模经济效应，巧妙缓解政府补贴不确定带来的盈利风险，经营能力不断提高，盈利能力持续回升。2025Q1-3 公司营收 57.3 亿元，同比+11%，归母净利润 6.2 亿元，同比+102%，扣非归母净利润 5.7 亿元，同比+94%，ROE（摊薄）15.54%。

支线补贴+“人机线”匹配，增长可期

一方面，得益于支线补贴政策调整，其他收益托底盈利下限。2024 年其他收益 12.93 亿元，同比大幅增长 145%，2025Q1-3 达 11.35 亿元，同比增长 41%。补贴主要来源于民航发展基金，进一步追溯到机场建设费，具备一定的可持续性。另一方面，“机长+飞机+航线”三方逐步匹配增长，飞机利用率有望持续提升，盈利高增长。截止 2025 年 9 月底，飞机共计 80 架，客座率达 83.2%（创历史新高），利用率达 8.5 小时，年底有望接近 9 小时（接近 2019 年）。预计 2026 年及以后，利用率有望 9.3 小时（19 年），补贴托底+运力增长+票价回升，驱动盈利增长可期。

调整盈利预测，维持“买入”评级

考虑票价下行等因素，下调 2025 和 2026 年预测归母净利润至 6.5、8.5 亿元（原预测 9.1、11.8 亿元），引入 2027 年预测归母净利润 10.1 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：经济持续低迷，燃油油成本超预期上行，利率变动风险，汇率波动风险，飞行安全风险，测算具有主观性。

投资评级

行业	交通运输/航空机场
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.48 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,278.24
流通 A 股股本(百万股)	1,278.24
A 股总市值(百万元)	14,674.21
流通 A 股市值(百万元)	14,674.14
每股净资产(元)	3.12
资产负债率(%)	83.16
一年内最高/最低(元)	12.48/6.50

作者

陈金海	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
李宁	联系人
liningb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《华夏航空-公司点评:困境反转，盈利能力有望回升》 2024-05-26
- 2 《华夏航空-首次覆盖报告:困境反转，盈利有望回升》 2023-12-13

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,151.27	6,695.60	7,451.92	8,312.24	9,135.94
增长率(%)	94.89	29.98	11.30	11.54	9.91
EBITDA(百万元)	(651.74)	(40.44)	306.84	553.23	833.20
归属母公司净利润(百万元)	(964.98)	267.97	648.86	851.76	1,012.94
增长率(%)	(51.12)	(127.77)	142.14	31.27	18.92
EPS(元/股)	(0.75)	0.21	0.51	0.67	0.79
市盈率(P/E)	(15.21)	54.76	22.62	17.23	14.49
市净率(P/B)	4.75	4.37	3.66	3.02	2.50
市销率(P/S)	2.85	2.19	1.97	1.77	1.61
EV/EBITDA	(5.63)	(79.98)	23.67	13.99	7.86

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,920.39	1,659.26	2,204.71	1,788.95	3,065.23	营业收入	5,151.27	6,695.60	7,451.92	8,312.24	9,135.94
应收票据及应收账款	899.54	1,035.15	1,118.08	1,283.75	1,356.09	营业成本	5,512.82	6,578.04	6,948.79	7,533.92	8,048.62
预付账款	188.31	172.47	208.65	204.57	236.88	营业税金及附加	16.32	19.83	22.07	24.62	27.06
存货	193.61	236.17	217.83	274.39	251.46	销售费用	239.46	296.23	329.69	367.75	404.20
其他	874.59	2,077.45	1,288.49	2,393.92	1,591.49	管理费用	267.09	259.26	288.54	321.85	353.75
流动资产合计	4,076.45	5,180.51	5,037.76	5,945.58	6,501.15	研发费用	22.83	11.22	12.48	16.62	18.27
长期股权投资	1.82	0.68	0.68	0.68	0.68	财务费用	592.60	633.53	558.03	543.30	539.91
固定资产	3,011.76	2,638.34	3,566.62	4,210.38	4,693.11	资产/信用减值损失	(105.23)	9.41	9.41	9.41	9.41
在建工程	944.48	1,091.07	620.54	385.27	267.63	公允价值变动收益	(0.01)	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	177.92	101.06	86.68	72.29	57.90	投资净收益	1.37	148.11	148.11	148.11	148.11
其他	9,966.61	11,686.36	11,647.34	11,584.88	11,498.97	其他	(318.42)	(1,633.73)	(1,350.00)	(1,400.00)	(1,400.00)
非流动资产合计	14,102.59	15,517.51	15,921.85	16,253.49	16,518.30	营业利润	(1,077.57)	373.71	799.82	1,061.68	1,301.65
资产总计	18,179.04	20,698.01	20,959.62	22,199.07	23,019.44	营业外收入	5.37	11.85	11.85	11.85	11.85
短期借款	2,077.01	2,579.41	2,500.00	2,500.00	2,500.00	营业外支出	28.03	13.94	13.94	13.94	13.94
应付票据及应付账款	570.72	735.75	644.36	851.96	746.58	利润总额	(1,100.23)	371.62	797.73	1,059.59	1,299.56
其他	3,038.03	2,798.37	2,878.51	3,058.61	2,971.42	所得税	(135.25)	103.65	148.87	207.84	286.62
流动负债合计	5,685.76	6,113.53	6,022.87	6,410.57	6,218.00	净利润	(964.98)	267.97	648.86	851.76	1,012.94
长期借款	1,783.11	1,939.45	1,800.00	1,800.00	1,800.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(964.98)	267.97	648.86	851.76	1,012.94
其他	7,556.46	9,129.94	9,129.94	9,129.94	9,129.94	每股收益（元）	(0.75)	0.21	0.51	0.67	0.79
非流动负债合计	9,339.57	11,069.39	10,929.94	10,929.94	10,929.94						
负债合计	15,091.53	17,340.07	16,952.81	17,340.50	17,147.94						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
股本	1,278.24	1,278.24	1,278.24	1,278.24	1,278.24	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资本公积	3,295.56	3,261.03	3,261.03	3,261.03	3,261.03	成长能力					
留存收益	(1,436.24)	(1,168.27)	(519.41)	332.35	1,345.29	营业收入	94.89%	29.98%	11.30%	11.54%	9.91%
其他	(50.05)	(13.06)	(13.06)	(13.06)	(13.06)	营业利润	-53.97%	-134.68%	114.02%	32.74%	22.60%
股东权益合计	3,087.51	3,357.94	4,006.81	4,858.56	5,871.50	归属于母公司净利润	-51.12%	-127.77%	142.14%	31.27%	18.92%
负债和股东权益总计	18,179.04	20,698.01	20,959.62	22,199.07	23,019.44	获利能力					
						毛利率	-7.02%	1.76%	6.75%	9.36%	11.90%
						净利率	-18.73%	4.00%	8.71%	10.25%	11.09%
						ROE	-31.25%	7.98%	16.19%	17.53%	17.25%
						ROIC	23.78%	-30.63%	-33.20%	-37.91%	-69.22%
						偿债能力					
						资产负债率	83.02%	83.78%	80.88%	78.11%	74.49%
						净负债率	146.00%	148.94%	105.74%	95.76%	57.51%
						流动比率	0.71	0.83	0.84	0.93	1.05
						速动比率	0.68	0.79	0.80	0.88	1.01
						营运能力					
						应收账款周转率	5.82	6.92	6.92	6.92	6.92
						存货周转率	28.15	31.16	32.83	33.77	34.75
						总资产周转率	0.29	0.34	0.36	0.39	0.40
						每股指标（元）					
						每股收益	-0.75	0.21	0.51	0.67	0.79
						每股经营现金流	1.03	1.42	1.51	0.57	1.89
						每股净资产	2.42	2.63	3.13	3.80	4.59
						估值比率					
						市盈率	-15.21	54.76	22.62	17.23	14.49
						市净率	4.75	4.37	3.66	3.02	2.50
						EV/EBITDA	-5.63	-79.98	23.67	13.99	7.86
						EV/EBIT	-4.22	-10.50	35,869.30	39.23	15.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com