

渤海租赁 (000415.SZ)

核心利润大幅提振

核心观点:

- **公司披露业绩预增预告**, 2025 年公司业绩呈现“账面亏损、主业高增”的分化特征, 预计归母净利润亏损 2.5 亿元-5 亿元, 同比由盈转亏, 但核心驱动因素为一次性商誉减值。剔除上半年 32.89 亿元商誉减值影响后, 归母净利润约 28 亿元-30.5 亿元, 同比大增 210%-237%, 主业盈利能力显著提升。除减值外, 非经常性损益中债务重组收益约 6.6 亿元, 部分对冲了减值压力。
- **单季度业绩明显上修**。2025 年前三季度公司归母净利润亏损 13.72 亿元, 据此推算 2025Q4 归母净利润为 8.72 亿元-11.22 亿元, 实现单季度大幅盈利, 扭转了前期亏损态势。盈利修复核心得益于两大支撑: 一是全球航空客运需求景气叠加飞机制造商产能受限, 飞机租赁费率、续约率维持高位; 二是飞机销售提速; 三是 25Q4 确认一笔债务重组收益。
- **公司结构明显优化**。根据公司子公司出售公告, 2025Q4 完成 GSCL100%股权交割及多架飞机资产处置, 既优化了机队年龄结构, 又回笼了约 120 亿元现金, 为后续偿还高息债务、降低财务费用创造条件。同时, Avolon 获得主流评级机构上调评级或展望, 融资环境持续改善, 为 2026 年业绩弹性释放埋下伏笔。
- 25 年公司虽受一次性商誉减值影响导致账面亏损, 但 Q4 业绩修复态势明确, 核心航空租赁业务受益于行业景气度维持高盈利水平, 资产处置与债务重组推动财务结构持续优化。展望 26 年, 减值扰动消除后, 叠加美联储降息预期下融资成本下降、高毛利机队交付支撑, 公司业绩有望实现实质性反转, 聚焦飞机租赁的战略转型成效将进一步显现。
- **盈利预测与投资建议**。预计 26 年营收同比下滑 20%对应 393 亿元, 归母净利润同比大幅增长对应 27.84 亿元, BVPS5.26 元, 给予 26 年估值 1x PB, 对应合理价值 5.26 元/股, 给予“买入”评级。
- **风险提示**。利率上行财费增加、地缘政治风险、上游交付延期等。

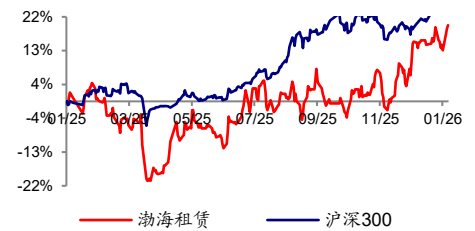
盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	33,675	38,431	49,115	39,287	37,222
增长率 (%)	5.5%	14.1%	27.8%	-20.0%	-5.3%
EBITDA (百万元)	22,757	23,534	16,332	17,387	20,410
归母净利润 (百万元)	1,281	904	-315	2,784	3,487
增长率 (%)	164.5%	-29.5%	-134.8%	984.2%	25.3%
EPS (元/股)	0.21	0.15	-0.05	0.45	0.56
市盈率 (x)	10.33	28.93	-	9.40	7.50
ROE (%)	4.3%	2.9%	-1.1%	8.6%	9.7%

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	4.23 元
合理价值	5.26 元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-22

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师:

李怡华



SAC 执证号: S0260525070001



021-38003811



liyihua@gf.com.cn

请注意, 李怡华并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

渤海租赁 (000415.SZ): 集装箱业务正式交割出表	2025-12-17
渤海租赁 (000415.SZ): 行业行业领先, 海外降息贡献向上弹性	2025-11-02
渤海租赁 (000415.SZ): 业放量增长, 减值风险出清	2025-09-02

盈利预测:

表1: 盈利预测数据

收入(百万元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
飞机销售	9,109	14,639	14,004	5,786	6,243	9,331	7,865	12,669	23,000	18,000	15,125
yoy		60.70%	-4.30%	-58.70%	7.90%	49.50%	-15.70%	61.10%	81.6%	-21.7%	-16.0%
融资租赁	4,697	3,083	778	390	598	665	659	714	774	838	908
yoy		-34.30%	-74.80%	-49.90%	53.20%	11.30%	-0.90%	8.40%	8.4%	8.4%	8.4%
经营租赁	21,134	22,590	23,110	20,324	19,055	20,566	24,011	24,303	20,344	21,072	24,303
yoy		6.90%	2.30%	-12.10%	-6.20%	7.90%	16.70%	-0.30%	1.5%	-16.3%	3.6%
毛利(百万元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
飞机销售	494	505	688	418	727	439	560	752	1,150	1,260	1,210
融资租赁	2,247	1,071	251	-5	307	467	478	577	625	678	734
经营租赁	11,846	13,325	13,311	9,067	9,105	10,534	13,352	14,033	14,244	12,613	13,065

数据来源: ifind, 广发证券发展研究中心

核心主业来看,

飞机销售层面, 预计25年低收益资产基本出清, 26年进入常态化飞机销售, 但受益于毛利增长, 或仍能带动飞机销售净收益放量, 预计2025、2026年飞机销售收入分别在230、180亿元, 分别同比变化+81.6%、-21.7%。预计2025、2026年飞机销售毛利分别在11.50、12.60亿元, 毛利率有所增长。

经营租赁业务来看, 飞机租赁业务2026年或因集装箱出售带来租赁业务收入结构性下行, 预期2025、2026年经营租赁业务收入243.03、203.44亿元, 分别同比变化+1.5%、-16.3%。预计2025、2026年经营租赁毛利分别在142.44、126.13亿元, 毛利率受飞机租赁主业毛利更高影响或逐年抬升。

此外, 财务费用的角度来看, 考虑2025年仅年底降息, 全年平均负债成本率或同比有所增长, 对应财务费用同比增加, 但若美联储持续降息, 且公司部分高息债务提前还本等, 公司2026年财务费用或将同比明显下滑, 预计2025、2026年公司财务费用分别在109.08、81.73亿元。

预计26年公司收入392.87亿元, 归母净利润预计在27.84亿元, 预计26年BVPS5.26元。考虑公司“困境纾解”, 估值中枢有望上行, 且租金增长带动资产端修复明显, 核心利润明显修复, 给予26年合理估值1x PB, 对应合理价值5.26元/股, 给予“买入”评级。

风险提示

（一）利率上行，公司融资成本上升

宏观利率上行可能导致债务利息成本维持高位，公司相较同业有较高的资产负债比例，可能存在展期压力。

（二）地缘政治冲突带来飞机减值

地缘政治冲突风险大幅提升。公司飞机减值项目波动较大。

（三）上游交付延期

机队扩张不及预期，上游交付延期，上游供应商交付不及时将影响公司承诺的资本支出按时落地，影响资产负债表扩张。

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,459	41,424	55,745	57,451	61,490
货币资金	7,341	26,545	48,020	47,459	48,739
应收及预付	1,899	1,616	1,747	1,628	1,757
存货	171	136	197	148	133
其他流动资产	6,048	13,127	5,780	8,215	10,862
非流动资产	246,086	244,975	248,643	233,779	239,104
长期股权投资	549	328	228	178	128
固定资产	203,764	193,438	195,111	173,970	178,915
在建工程	1	1	1	1	1
无形资产	37	30	23	16	8
其他长期资产	41,734	51,178	53,281	59,614	60,053
资产总计	261,545	286,399	304,387	291,229	300,595
流动负债	50,293	28,702	41,200	39,130	38,578
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,587	2,509	3,287	2,595	2,433
其他流动负债	47,707	26,193	37,913	36,535	36,146
非流动负债	165,639	208,927	216,846	201,781	206,716
长期借款	61,015	64,699	65,699	60,699	55,699
应付债券	89,320	127,941	132,941	122,941	132,941
其他非流动负债	15,304	16,287	18,207	18,142	18,077
负债合计	215,932	237,629	258,046	240,911	245,295
股本	6,185	6,185	6,185	6,185	6,185
资本公积	17,114	17,049	17,030	17,030	17,030
留存收益	2,720	3,624	3,169	5,953	9,440
归属母公司股东权益	29,602	31,471	29,776	32,560	36,047
少数股东权益	16,011	17,300	16,565	17,759	19,253
负债和股东权益	261,545	286,399	304,387	291,229	300,595

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,675	38,431	49,115	39,287	37,222
营业成本	19,034	22,783	32,967	24,736	22,213
营业税金及附加	29	39	50	40	38
销售费用	162	169	216	173	163
管理费用	1,587	1,702	2,175	1,740	1,648
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	8,995	9,587	10,908	8,173	7,666
资产减值损失	-1,931	-2,140	-4,800	-200	-100
公允价值变动收益	-274	80	-200	-100	-50
投资净收益	890	149	737	393	372
营业利润	2,729	2,545	-1,246	4,738	5,935
营业外收支	-10	1,257	-4	-4	-4
利润总额	2,719	3,802	-1,249	4,735	5,931
所得税	900	1,435	-200	758	949
净利润	1,819	2,367	-1,049	3,977	4,982
少数股东损益	538	1,463	-735	1,193	1,495
归属母公司净利润	1,281	904	-315	2,784	3,487
EBITDA	22,757	23,534	16,332	17,387	20,410

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	25,601	25,468	31,508	12,580	16,508
净利润	1,819	2,367	-1,049	3,977	4,982
折旧摊销	10,060	9,443	6,673	4,480	6,813
营运资金变动	2,275	550	10,194	-3,737	-2,512
其它	11,447	13,108	15,690	7,860	7,225
投资活动现金流	-6,267	-11,449	-14,612	10,097	-12,497
资本支出	-8,602	-4,644	-8,573	16,535	-11,783
投资变动	64	-14	57	7	7
其他	2,271	-6,792	-6,096	-6,444	-720
筹资活动现金流	-19,478	3,951	4,720	-23,238	-2,732
银行借款	-2,972	3,684	1,000	-5,000	-5,000
股权融资	0	0	-19	0	0
其他	-16,506	268	3,739	-18,238	2,268
现金净增加额	-27	18,238	21,475	-561	1,279
期初现金余额	5,849	5,823	24,060	45,536	44,974
期末现金余额	5,823	24,060	45,536	44,974	46,254

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	5.5%	14.1%	27.8%	-20.0%	-5.3%
营业利润	232.6%	-6.8%	-149.0%	480.3%	25.2%
归母净利润	164.5%	-29.5%	-134.8%	984.2%	25.3%
获利能力					
毛利率	43.5%	40.7%	32.9%	37.0%	40.3%
净利率	5.4%	6.2%	-2.1%	10.1%	13.4%
ROE	4.3%	2.9%	-1.1%	8.6%	9.7%
ROIC	3.5%	3.3%	2.9%	4.1%	4.2%
偿债能力					
资产负债率	82.6%	83.0%	84.8%	82.7%	81.6%
净负债比率	473.4%	487.2%	556.8%	478.8%	443.6%
流动比率	0.31	1.44	1.35	1.47	1.59
速动比率	0.18	0.98	1.20	1.25	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.13	0.14	0.17	0.13	0.13
应收账款周转率	17.88	23.09	32.17	25.71	23.82
存货周转率	178.90	148.38	197.92	143.48	158.36
每股指标 (元)					
每股收益	0.21	0.15	-0.05	0.45	0.56
每股经营现金流	4.14	4.12	5.09	2.03	2.67
每股净资产	4.79	5.09	4.81	5.26	5.83
估值比率					
P/E	10.33	28.93	—	9.40	7.50
P/B	0.45	0.83	0.88	0.80	0.73

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年进入广发证券研究发展中心。
- 刘 洪：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 严漪澜：资深分析师，中山大学金融学硕士，2022年进入广发证券发展研究中心。
- 李怡华：高级分析师，上海财经大学财务管理硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。
- 唐关勇：高级分析师，对外经济贸易大学保险学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。