

002928.SZ

买入

原评级: 未有评级

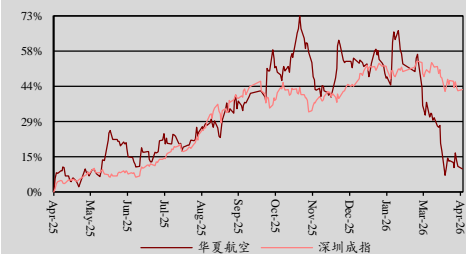
市场价格: 人民币 7.80

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 华夏航空是国内唯一规模化独立支线航空公司，独飞航线占比较高。目前航空出行需求恢复，民航局优化支线运输政策，行业票价秩序逐步优化。首次覆盖，给予公司买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(28.5)	(20.1)	(28.8)	11.7
相对深圳成指	(25.4)	(14.6)	(24.3)	(31.4)

发行股数 (百万)	1,278.24
流通股 (百万)	1,278.24
总市值 (人民币 百万)	9,970.28
3个月日均交易额 (人民币 百万)	257.69
主要股东	
华夏航空控股(深圳)有限公司	23.41%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2026年4月7日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

交通运输: 航空机场

证券分析师: 王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522030004

华夏航空

国内支线航空领导者，未来成长空间可期

华夏航空作为国内唯一规模化独立支线航空公司，独飞航线占比较高。公司商业模式兼具市场化与政企协同：一方面以自营客运为主；另一方面通过“机构运力购买”与地方政府、机场等机构客户合作实现运力托底、风险共担，提升新开航线与弱需求航线的经营确定性。同时，公司推进“通程航班”产品强化干支衔接，以“一票到底、行李直达”等服务提升中转效率与旅客粘性。以“环飞-串飞”模式打造网络型次级枢纽，形成差异化航线资源与组织客流能力。结合航空出行需求恢复、支线运输政策支持与行业票价秩序优化，公司盈利质量与经营韧性有望持续改善。首次覆盖，给予公司买入评级。

支撑评级的要点

- 稀缺的支线龙头定位，独飞航线占比较高。公司为国内唯一规模化独立支线航空公司，支线航点覆盖率达43.84%，机队规模80架，覆盖支线航点96个，在飞航线194条，基本构建全国性支线网络，“独飞航线占比较高”的结构有助于强化支线刚需属性与区域壁垒。
- “市场化+政企协同”的商业模式。机构运力购买形成运力托底与风险共担，增强航线培育期可见度。机构客户购买航班客运运力，公司仍负责对外售票，按协议进行差额结算。2023/2024年客运机构收入分别为9.73/14.63亿元，占营收比重18.89%/21.86%，对新开航线及弱需求航线起到“托底”作用。
- 通程航班产品强化干支衔接，提升中转效率与旅客粘性。公司通过枢纽机场连接不同航司航班，实现干支结合，并提供“一票到底、行李直达”等服务；目前已与国内超过半数航司合作。通程产品旅客销量2022-2024年由56.4万增长至137.93万；服务保障端，2024年新增中转便利化机场20个，累计在139个机场建立中转便利化服务，产品体系与保障网络同步扩张。
- “环飞-串飞”打造网络型次级枢纽，形成差异化航线资源与更强的客流组织能力。公司以库尔勒为基地，通过“串飞+环飞”将疆内分散支线需求汇聚至库尔勒，再连接省外枢纽，构建网络状航线结构、降低与其他航司航线重复度并减小竞争压力；在新疆市场，公司2019年市场份额为27.43%，运营疆内航线124条，疆内支线市场份额70%以上，体现模式带来的壁垒与规模效应。

估值

- 我们预计公司2025-2027年的营业收入为78.33/90.31/102.14亿元，同比增长16.99%/15.30%/13.10%。预计公司2025-2027年实现归母净利润6.19/9.89/11.97亿元，同比增长131.1%/59.7%/21.0%，EPS分别为0.48/0.77/0.94元/股，PB分别为2.5/2.0/1.6倍。首次覆盖，给予公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济周期扰动、航空需求季节性影响、突发事件风险、替代性交通工具竞争、票价修复及客座率提升不及预期风险、支线航空补贴政策变化风险、运力投放及机队引进不及预期风险、机构运力购买及地方合作落地不及预期风险、通程产品推广及次级枢纽复制不及预期风险、国产机型导入及机队切换风险、飞行员资源短缺、油价及汇率发生不利波动。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	5,151	6,696	7,833	9,031	10,214
增长率(%)	94.9	30.0	17.0	15.3	13.1
EBITDA(人民币 百万)	307	988	1,785	2,288	2,553
归母净利润(人民币 百万)	(965)	268	619	989	1,197
增长率(%)	(51.1)	(127.8)	131.1	59.7	21.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	(0.75)	0.21	0.48	0.77	0.94
市盈率(倍)	(10.3)	37.2	16.1	10.1	8.3
市净率(倍)	3.2	3.0	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA(倍)	105.8	36.5	21.5	16.1	13.4
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1 华夏航空：专注国内支线航空市场，未来成长空间可期	5
1.1 基本概况：国内领先支线航司，总市值超过百亿元	5
1.2 股权结构：民营航空上市公司，股权结构相对集中	8
1.3 主营业务：客运收入占比超九成，核心业务聚焦国内市场	8
1.4 商业模式：机构运力购买模式支撑，提供航空出行公共服务	9
1.5 经营情况：飞机日利用率回升，运输周转量超出疫情前水平	9
1.6 财务概况：2024 年利润转正，利润对航线补贴具有一定依赖性	11
2 支线航空：补贴政策持续优化，出行需求潜力较大	13
2.1 市场格局：支线航空为航空细分赛道，华夏航空具有先发优势	13
2.2 政策支持：支线补贴政策持续优化，支撑偏远地区交通体系完善	14
2.3 发展现状：支线航空出行需求潜力大，支线机场建设周期短	16
2.4 行业特征：支线市场独占航线特征明显，C909 等中小机型匹配度好	18
2.5 需求研判：航空出行人口稳步增加，支线航空需求有望持续提升	20
3 运营模式：深化干线支线航空融合，打造多元化品牌产品	23
3.1 通程产品：干线支线航程有效融合，省心直达且具性价比	23
3.2 空中公交：立足新疆和云南，“环飞+串飞”打造便捷空中出行网络	24
3.3 衢州模式：培育支线航空产业链，售后回租增厚公司现金流	28
4 盈利预测与估值	31
4.1 关键假设	31
4.2 盈利假设	31
4.3 估值水平	32
5 风险提示	34
5.1 行业风险	34
5.2 经营风险	34
5.3 汇率风险	35

图表目录

股价表现 1

投资摘要 1

图表 1. 华夏航空航线网络图（截至 2025 年中报） 5

图表 2. 2018-2024 年华夏航空在飞航线数量、覆盖航点数量及同比增长率 6

图表 3. 2018-2025 年上半年公司运营基地及过夜基地 6

图表 4. 华夏航空融资情况 7

图表 5. 2018-2025Q3 公司机队规模 7

图表 6. 2025 年 9 月公司飞机机型数量及占比 7

图表 7. 2025 年 9 月公司飞机平均机龄 7

图表 8. 华夏航空股权穿透图（部分） 8

图表 9. 2018-2025H1 公司客运收入及占比 8

图表 10. 2018-2025H1 公司国内收入及占比 8

图表 11. 2018-2024 年公司其他业务收入及同比增长率 9

图表 12. 2025H1 公司主营业务构成 9

图表 13. 2023 年和 2024 年公司分销售模式销售收入 9

图表 14. 2020-2025Q1 公司飞机日利用率水平 10

图表 15. 2019-2024 年公司单位 ASK 航油成本、单位 ASK 非油成本 10

图表 16. 2019-2025H1 公司单位 RPK 收益 10

图表 17. 2018-25 前三季度公司营业收入 11

图表 18. 2018-25 前三季度公司归母净利润 11

图表 19. 2019-2025H1 公司航线补贴及利润总额 11

图表 20. 2018-2025H1 公司经营活动现金净流量 12

图表 21. 2018-2025H1 公司毛利率、净利率 12

图表 22. 干线航空与支线航空市场定位 13

图表 23. 2025 年冬春航季支线航空市场竞争格局 13

图表 24. 2025 年 1-6 月华夏航空航班量前 10 航线 14

图表 25. 2013-2024 年民航局支线航空补贴预算 15

图表 26. 2024 年支线航空补贴地区占比 15

图表 27. 2013-2026 年民航中小机场补贴资金及同比增长率 15

图表 28. 新支线航空补贴标准下中央财政补贴标准（万元/小时） 15

图表 29. 新支线航空补贴标准下单个航段每家航空公司年补贴上限（万元） 15

图表 30. 民航支线机型范围 16

图表 31. 2024 年支线机场数量 16

图表 32. 2019-2024 年支线机场年旅客吞吐量及同比 2019 年水平 17

图表 33. 2019-2024 民用运输机场旅客吞吐量恢复程度，及支线航线旅客吞吐量占总旅客吞吐量比重 17

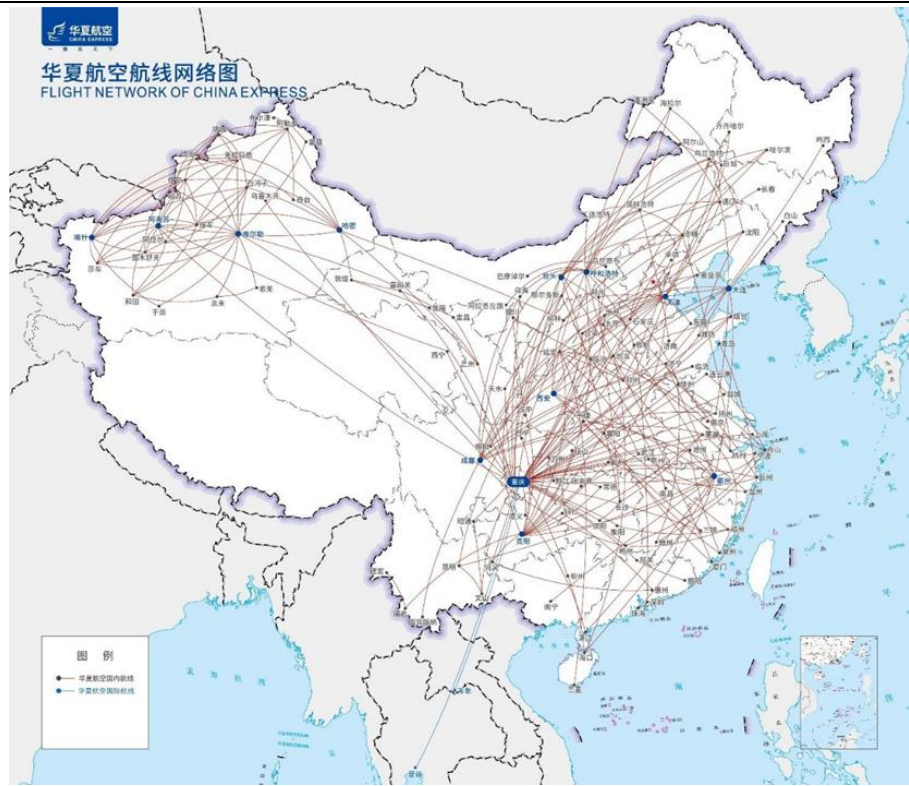
图表 34. 2019-2024 年支线机场平均旅客吞吐量及支线机场数量	17
图表 35. 高铁和支线机场建设项目对比	18
图表 36. 华夏航空新疆地区航线网络图	18
图表 37. 南方航空新疆地区航线网络图	19
图表 38. 天津航空新疆地区航线网络图	19
图表 39. 2020-2025Q3 年中国商飞交付数量	19
图表 40. 2018-2025Q3 年公司机队供应商构成 (架)	19
图表 41. 2019, 2021, 2023 年人均乘机次数对比 (次)	20
图表 42. 2012-2025H1 居民消费水平及同比增长率	20
图表 43. 2012-2025 年居民恩格尔系数	20
图表 44. 2012-2024 年国内游客人数及国内旅游人均花费	21
图表 45. 2012-2024 年民用航空旅客周转量	21
图表 46. 2012-2024 年民用航空旅客周转量占运输方式的比重	21
图表 47. “十四五”时期运输机场重点建设项目	22
图表 48. 2018-2024 年公司通程产品旅客销量及增长率	23
图表 49. 华夏航空北京-库尔勒-莎车-喀什通程航线	24
图表 50. 华夏航空北京-库尔勒-莎车-喀什通程产品	24
图表 51. 华夏航空 2025 年夏秋航季新疆部分机场执飞计划	25
图表 52. 2025 年 6 月库尔勒机场华夏航空航线图	25
图表 53. 2015-2024 年新疆部分机场旅客吞吐量	26
图表 54. 2016-2024 年新疆部分机场旅客吞吐量增长率	26
图表 55. 华夏航空新疆省内环飞产品	26
图表 56. 2024 年云南各机场旅客吞吐量	27
图表 57. 2025 年 6 月云南省内航线图	27
图表 58. 新疆、云南和西藏地区市场对比	28
图表 59. 2025 年 6 月衢州机场华夏航空航线图	28
图表 60. 华夏航空衢州机场联程产品	29
图表 61. 2024 年衢州市与舟山市经济基础和航空发展对比	29
图表 62. 2015-2024 年衢州机场旅客吞吐量及同比增长率	29
图表 63. 24 夏秋航季-25 夏秋航季衢州机场周航班量及华夏航空航班量	29
图表 64. 芜湖宣州航司周计划航班量对比	30
图表 65. 华夏航空盈利预测及估值	31
图表 66. 华夏航空业务拆分及预测	32
图表 67. 华夏航空毛利率预测	32
图表 68. 华夏航空估值水平	33
利润表(人民币 百万)	36
现金流量表(人民币 百万)	36
财务指标	36
资产负债表(人民币 百万)	36

1 华夏航空：专注国内支线航空市场，未来成长空间可期

1.1 基本概况：国内领先支线航司，总市值超过百亿元

华夏航空股份有限公司于 2006 年 4 月 18 日在贵阳市成立，注册资本 12.78 亿元，是国内唯一一家规模化的独立支线航空公司，公司支线航点占全部国内支线机场比例达 43.84%。公司的经营范围为国内（含港澳台）、国际的航空客货运输业务，与航空运输有关的服务业务，地面延伸服务（接送机、快速安检通道、休息室），食品销售等。2018 年 3 月 2 日，华夏航空在深圳证券交易所挂牌上市，股票代码为 002928.SZ。公司在支线航线网络、支线市场营销网络、支线通航航点覆盖率等方面具备明显优势，是国内领先的支线航空品牌。截至 2025 年第三季度，公司机队规模 80 架。截至 2025 年 6 月，公司航线网络覆盖支线航点 96 个，占全国支线航点的 43.84%，在飞航线 194 条，其中国内航线 192 条，国际航线 2 条，基本构建了全国性的支线航空网络。截至 2025 年 12 月 31 日，公司总市值达到 141.25 亿元。截至 2025 年第三季度，公司总资产 236.90 亿元。

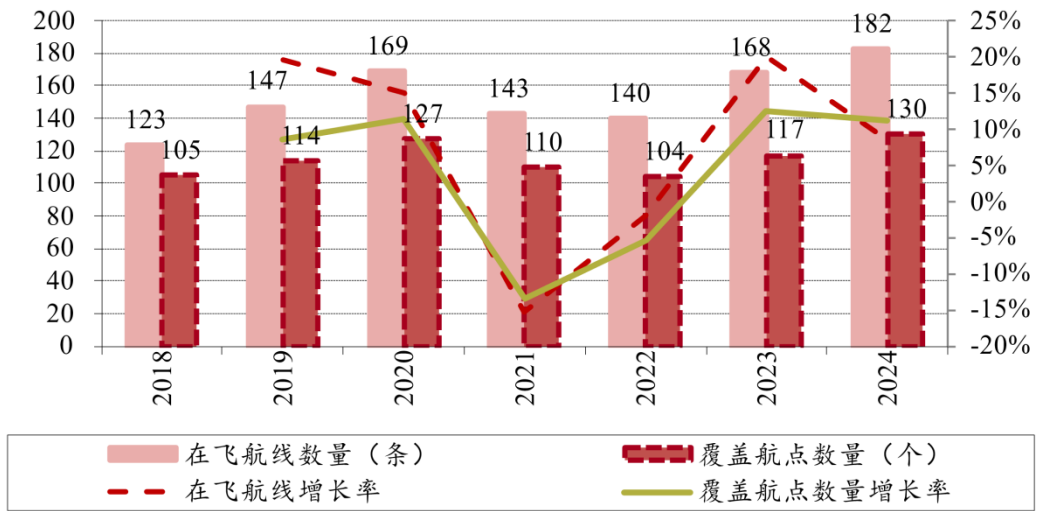
图表 1. 华夏航空航线网络图（截至 2025 年中报）



资料来源：公司年报，中银证券

公司以重庆主运营基地为核心，构建主要覆盖中西部地区的支线航空网络。公司已在重庆、贵阳、成都、大连、天津、呼和浩特、包头、西安、库尔勒、阿克苏、喀什、哈密、衢州建立了 13 个运营基地和西南、新疆、中北、内蒙、北部、东南六大枢纽。公司以重庆主运营基地为核心，并围绕贵阳基地、成都基地建立西南枢纽；围绕库尔勒基地、阿克苏、喀什和哈密基地建立新疆枢纽；围绕西安基地建立中北枢纽；围绕呼和浩特基地、包头基地建立内蒙枢纽；围绕大连基地、天津基地建立北部枢纽；围绕衢州基地建立东南枢纽。公司航线网络基本覆盖我国西南、西北、东北、华北、新疆等地区，这些区域支线机场资源丰富，对支线航空潜在需求较大。截至 2024 年/2025 年 6 月公司在飞航线 182 条/194 条，其中独飞航线 153 条/170 条，占公司航线总数的比重 84%/87.63%，支线航线 177 条/189 条，占比 97%/97.42%，覆盖支线航点 94/96 个，占比 43%/43.84%。

图表 2. 2018-2024 年华夏航空在飞航线数量、覆盖航点数量及同比增长率



资料来源：公司年报，中银证券

图表 3. 2018-2025 年上半年公司运营基地及过夜基地

年份	运营基地	过夜基地
2018	贵阳、重庆、大连、呼和浩特、西安	天津、成都、兴义、库尔勒、克拉玛依
2019	贵阳、重庆、大连、呼和浩特、西安、新疆	天津、成都、兴义
2020	贵阳、重庆、大连、呼和浩特、西安、新疆	天津、成都、兴义、德宏、毕节、衢州、包头
2021	贵阳、重庆、大连、呼和浩特、西安、新疆	天津、成都、兴义、德宏、毕节、衢州、包头
2022	贵阳、重庆、大连、呼和浩特、西安、库尔勒	
2023	重庆、贵阳、大连、呼和浩特、西安、库尔勒、衢州	天津、成都、阿克苏、喀什、包头、芜湖
2024	重庆、贵阳、大连、呼和浩特、西安、库尔勒、衢州	天津、成都、阿克苏、喀什、包头、芜湖
2025 年 6 月	重庆、贵阳、成都、大连、天津、呼和浩特、包头、西安、库尔勒、阿克苏、喀什、哈密、衢州	

资料来源：公司年报，中银证券

公司通过资本市场稳步融资，机队规模逐步扩张。华夏航空于 2018 年在深圳证券交易所中小板市场上市，公开发行普通股 4050 万股新股，总股本数合计约 4 亿股，每股发行价格 20.64 元/股，募集资金总额 83592 万元，扣除发行费用后，募集资金净额 77038 万元，募集资金用于购买 6 架 CRJ900 型飞机及 3 台发动机项目，以及华夏航空培训中心（学校）项目一期工程。公司于 2019 年 10 月 16 日公开发行可转换公司债券 790 万张，募集资金总额为 79000 万元，扣除各项发行费用后的净额为 77364 万元，募集资金主要用于购买 2 架 A320 系列飞机，未使用资金用于补充流动资产、存放于募集资金专户。2022 年 7 月 4 日，证监会通过公司非公开发行股票的申请，公司计划定增约 24.35 亿元扣除发行费用后的募集资金净额 12.18 亿元用于引进 4 架 A320 系列飞机、4.87 亿购买 14 台飞机备用发动机、7.31 亿用于补充流动资金。2025 年 6 月 17 日，公司拟变更募集资金用途及部分募投项目实施主体。具体包括将原募投项目“引进 4 架 A320 系列飞机”变更为“引进 2 架 A320 系列飞机”，拟投入募集资金金额由 11.92 亿元调整为 7.54 亿元，实施主体由华夏航空变更为全资子公司云飞飞机租赁（上海）有限公司（简称“云飞飞机”）。同时，终止原募投项目“购买 14 台飞机备用发动机”，拟投入募集资金金额为 4.87 亿元。上述变更涉及金额合计 9.25 亿元，占募集资金净额的 38.39%，调整后的资金将用于新募投项目“引进 5 架 C909 系列飞机”。

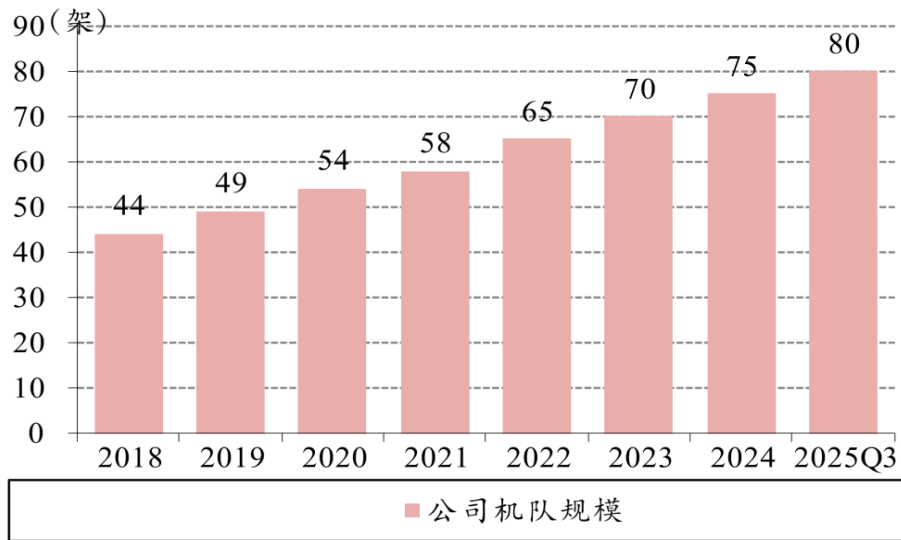
图表 4. 华夏航空融资情况

年份	融资方式	融资金额 (亿元)	资金用途
2018	公开发行普通股 4050 万股新股	7.70	购买 6 架 CRJ900 型飞机及 3 台发动机项目, 华夏航空培训中心(学校)项目一期工程
2019	公开发行可转换公司债券 790 万张	7.74	购买 2 架 A320 系列飞机, 未使用资金用于补充流动资产、存放于募集资金专户
2022	非公开发行股票	12.18	引进 4 架 A320 系列飞机、4.87 亿购买 14 台飞机备用发动机、7.31 亿用于补充流动资金。后将原募投项目“引进 4 架 A320 系列飞机”变更为“引进 2 架 A320 系列飞机”, 终止原募投项目“购买 14 台飞机备用发动机”, 新增募投项目“引进 5 架 C909 系列飞机”

资料来源: 公司公告, 中银证券

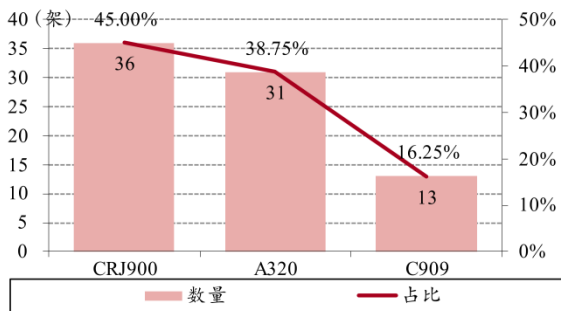
公司选用 CRJ900 系列飞机、A320 系列飞机和 C909 系列飞机作为主力运营机型。截至 2025 年 9 月, 公司机队规模达 80 架, 平均机龄 6.40 年, 平均机龄较短, 飞机整体稳定性高, 2025 年第三季度, 公司以自购方式引进 2 架 C909 飞机, 以融资租赁方式引进 1 架 A320 飞机。由于庞巴迪公司退出商用飞机领域, 其生产的 CRJ 系列飞机将面临停产, 公司将以国产 C909 机型逐步取代在役的 CRJ900, 同时, 伴随支线旅客流量迅速增长, 公司未来将引进更大座级的机型。

图表 5. 2018-2025Q3 公司机队规模



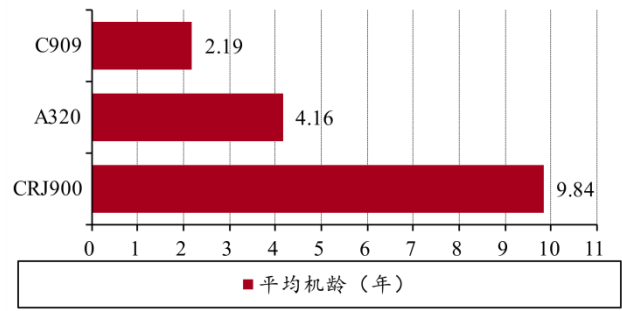
资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 6. 2025 年 9 月公司飞机机型数量及占比



资料来源: 公司年报, 中银证券

图表 7. 2025 年 9 月公司飞机平均机龄

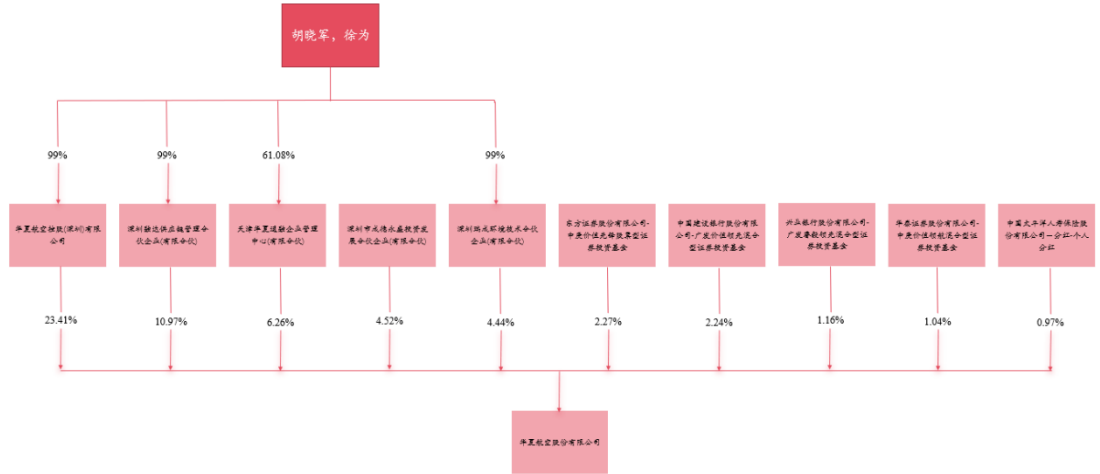


资料来源: 公司年报, 中银证券

1.2 股权结构：民营航空上市公司，股权结构相对集中

华夏航空股份有限公司 (002928.SZ) 是华夏航空控股 (深圳) 有限公司旗下的上市公司, 胡晓军及其一致行动人直接及间接持有华夏航空控股 99% 的出资额, 持有深圳融达 99% 的出资额, 持有华夏通融 61.08% 的出资额, 持有深圳瑞成 99% 的出资额等。最终, 胡晓军及其一致行动人间接控制了公司合计约 45.08% 的股权, 是华夏航空的实际控制人, 公司股权较为集中。

图表 8. 华夏航空股权穿透图 (部分)

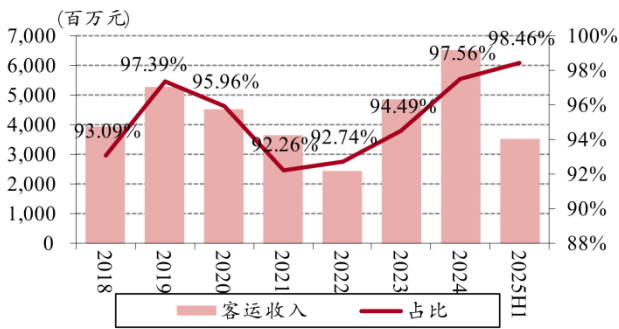


资料来源：公司 2025 三季度报告, iFinD, 中银证券

1.3 主营业务：客运收入占比超九成，核心业务聚焦国内市场

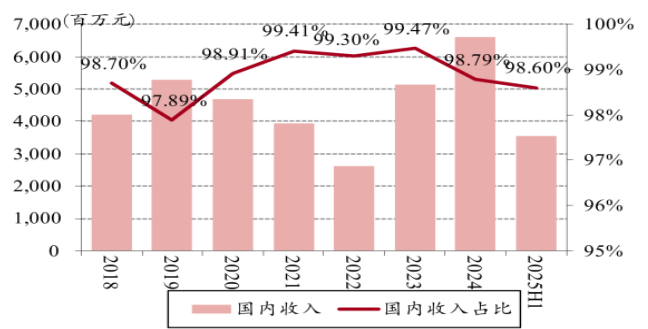
专注国内支线市场，客运收入超九成。2022/2023/2024/2025H1 年，公司航空运输业务收入中，客运收入占比 92.74%/94.49%/97.56%/98.46%，国内收入占比 99.30%/99.47%/98.79%/98.60%。2023/2024 年其他业务收入为 2.73 亿元/1.49 亿元，同比变化+50.00%/-45.42%，占主营业务收入的比重 5.30%/2.23%。其他收入主要是机票退改手续费收入、逾重行李费收入、航空联运手续费收入以及下属子公司的业务收入。

图表 9. 2018-2025H1 公司客运收入及占比



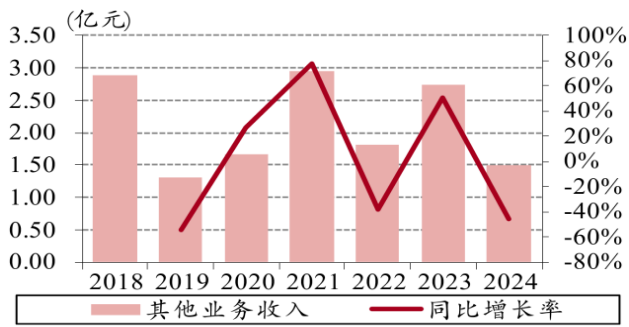
资料来源：公司年报, 中银证券

图表 10. 2018-2025H1 公司国内收入及占比



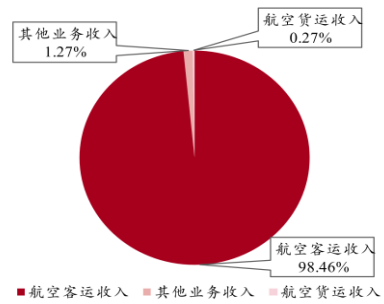
资料来源：公司年报, 中银证券

图表 11. 2018-2024 年公司其他业务收入及同比增长率



资料来源：公司年报，中银证券

图表 12. 2025H1 公司主营业务构成



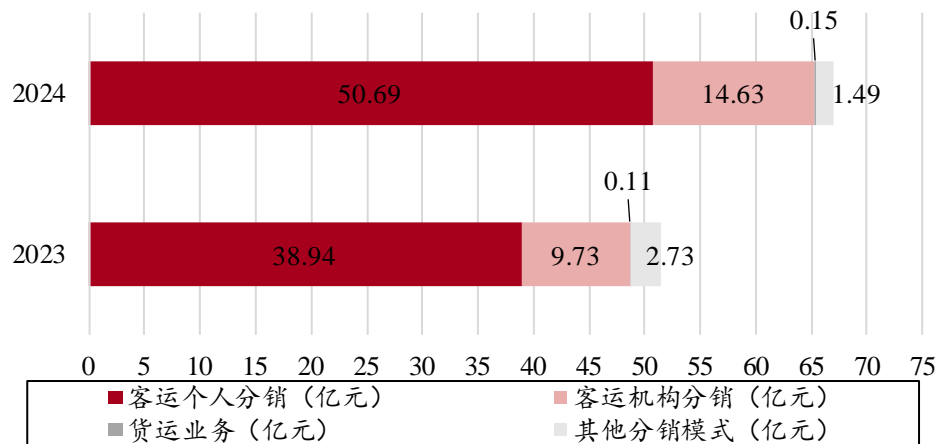
资料来源：公司年报，中银证券

1.4 商业模式：机构运力购买模式支撑，提供航空出行公共服务

机构运力购买模式，是支线航空领域运营的通常模式，机构客户主要为各支线机场所在地的政府、机场经营机构等。支线机场所在地的政府部门或机场与本公司签订相关的协议，购买每个航班的客运运力。由于机构客户向航空公司购买运力后，不能自行对外销售该部分机票，机票仍由航空公司对外销售，机构客户按照运力购买应支付的总价格与航空公司个人客户机票销售收入实际金额之间的差额，来与航空公司进行实际的结算。机构运力购买分为有限额和无限额两种模式。当实际承运个人客户客票金额低于机构客户运力购买的总价时，按机构客户向本公司支付该差额是否存在上限规定，分为有限额模式和无限额模式。在无限额模式下，机构客户向本公司支付全部的差额；而在有限额模式下，机构客户向本公司支付的差额仅以合同约定的上限为最高支付金额，无限额模式可以降低公司经营风险。

机构运力购买收入占比约两成。2023/2024 年公司客运机构收入 9.73 亿元/14.63 亿元，占营业收入的比重 18.89%/21.86%。

图表 13. 2023 年和 2024 年公司分销售模式销售收入

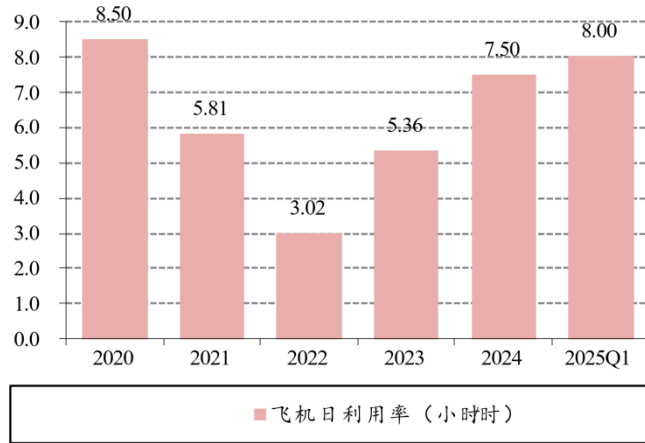


资料来源：公司年报，中银证券

1.5 经营情况：飞机日利用率回升，运输周转量超出疫情前水平

执行率修复叠加运力投放更精细化，带来日利用率的回升。2020/2021/2022/2023/2024/2025Q1 公司飞机平均日利用率依次为 8.50 小时/日、5.81 小时/日、3.02 小时/日、5.36 小时/日、7.50 小时/日、8.00 小时/日。从疫情冲击的低位爬升到接近常态，公司运行效率正在回到增长轨道。公司飞机平均日利用率在疫情冲击下经历“下滑—触底—修复”的完整周期：2020—2022 年受航班调减、取消与区域性管控反复影响，执行量持续受压、利用率显著下探并在 2022 年见底；2023 年以来随着防控环境变化与出行需求释放，公司逐步恢复运力投放、提升航班执行率，2024 年修复斜率明显加快，2025 年一季度在航线网络持续优化、单机排班密度提升的带动下，日利用率继续上行。

图表 14. 2020-2025Q1 公司飞机日利用率水平

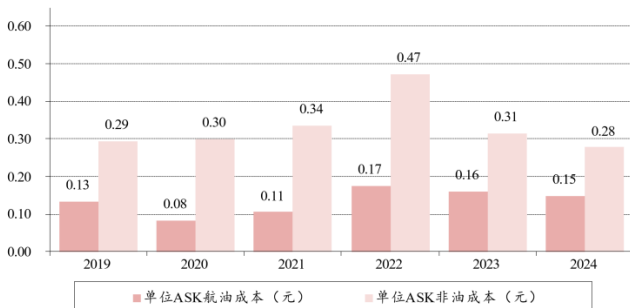


资料来源：公司公告，中银证券，飞常准

旅客周转量的“V形反转”背后，是需求回归后的运力再配置能力。2019—2024 年公司旅客周转量分别为 88.96/74.39/62.08/38.34/87.55/123.19 亿人公里，对应恢复至 2019 年水平的比例为 100%/83.62%/69.79%/43.10%/98.41%/138.48%。支线为主的网络更贴近短途出行复苏，修复弹性因此更强。公司旅客周转量在疫情期间随出行限制与航班执行下滑而明显回落，2022 年落至阶段性低点；随着防控措施变化刺激出行需求逐步释放，2023 年稳步呈现修复趋势，2024 年在航线网络优化与热门支线加密带动下出行需求逐步超越疫情前水平，2025 年上半年延续增长态势。公司支线航线占比较高、覆盖中小城市的网络结构，在复苏阶段受益于国内区域间短途出行率先回暖，支撑周转量稳步提升。

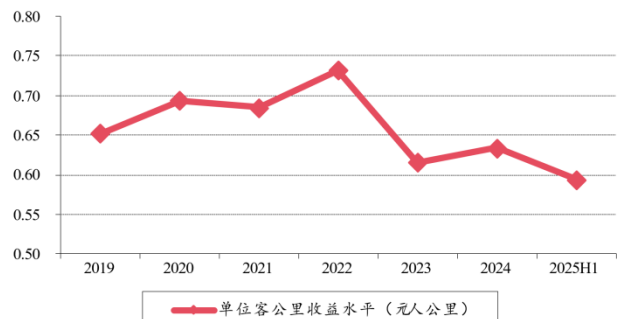
油价、执行率（摊薄效应）以及补贴节奏，对公司的单位收益与单位成本的波动起决定性影响。对支线航司而言，补贴不是“锦上添花”，而是穿越周期的关键缓冲垫。考虑政府补助是支线运营的重要组成部分，本文按单位旅客周转量收益 = (客运收入 + 政府航线补助) / 旅客周转量口径刻画单位收益，更能反映公司真实盈利质量。疫情冲击阶段，执行量下滑导致成本摊薄变差，但补贴与成本结构阶段性改善对单位收益形成对冲；油价上行与基金征收恢复会抬升单位成本、压制利润弹性，而当油价回落、执行率修复时，单位成本随之回落、经营杠杆重新打开。与此同时，补贴政策与拨付节奏的变化会带来阶段性扰动：补贴增加时可显著托底单位收益，补贴确认节奏变化则可能造成短期波动，但中长期单位收益的走势，仍主要取决于“执行率修复+油价环境”对成本端的再定价能力。

图表 15. 2019-2024 公司单位 ASK 航油成本、单位 ASK 非油成本



资料来源：公司年报，中银证券

图表 16. 2019-2025H1 公司单位 RPK 收益

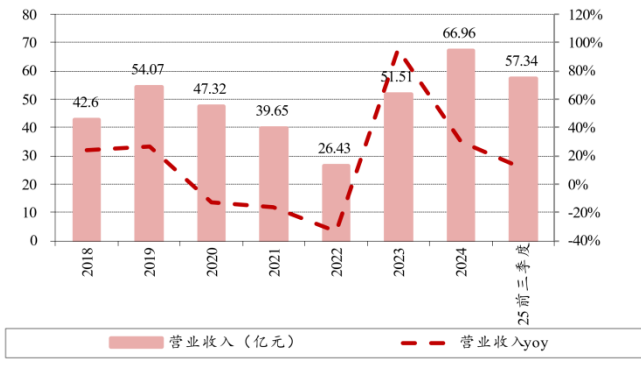


资料来源：公司年报，中银证券

1.6 财务概况：2024 年利润转正，利润对航线补贴具有一定依赖性

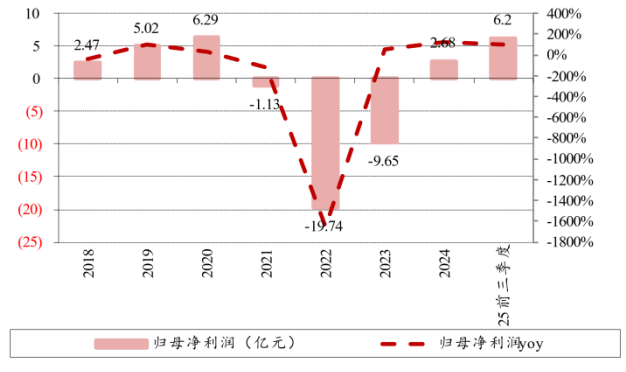
公司收入端随行业景气修复而显著回升，利润端由深度亏损逐步转正。2022/2023/2024 年公司营业收入分别为 26.43/51.51/66.96 亿元，归母净利润分别为-19.74/-9.65/+2.68 亿元。2022 年归母净利润大幅亏损，主要受疫情反复及常态化管控影响，民航出行需求显著下滑；同时公司开展从前的安全排查与整改，对运力投放节奏形成一定扰动。2023—2024 年随着疫情影响逐步消退、旅客需求回升，公司经营修复加快：2023 年实现明显减亏，2024 年归母净利润转正并增至 2.68 亿元。2025 年前三季度公司实现营业收入 57.34 亿元，同比增长 11.25%，归母净利润 6.20 亿元，盈利能力延续改善趋势。

图表 17. 2018-25 前三季度公司营业收入



资料来源：公司年报，中银证券

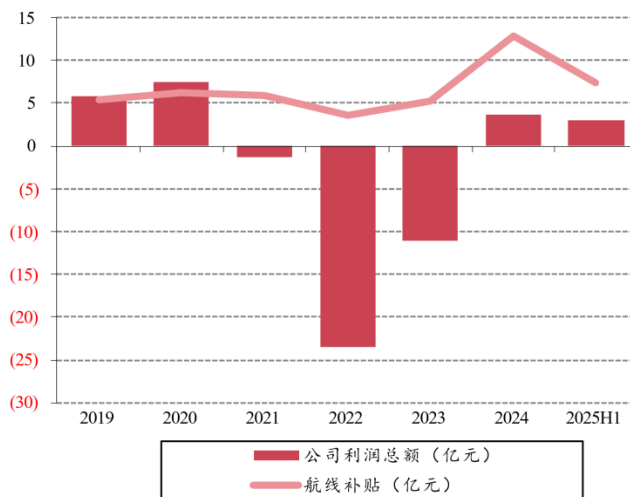
图表 18. 2018-25 前三季度公司归母净利润



资料来源：公司年报，中银证券

政府航线补贴是公司利润的“压舱石”，政策口径变化直接决定利润弹性。2019/2020/2021/2022/2023/2024/2025H1 公司航线补贴依次为 5.38 /6.22 /5.95 /3.55 /5.19 /12.81/7.35 亿元，利润总额依次为 5.84/7.39 /-1.27/-23.45/-11/3.72/3.01 亿元。旧政策下补贴偏普惠、托底为主；新政策转向偏远航段后，公司凭网络匹配度在 2024 年显著受益。从数据看，公司航线补贴与利润总额高度同向波动：2019—2021 年处于旧支线补贴政策阶段，补贴总体平稳，对利润形成支撑，但在疫情反复与成本上行叠加下，2021 年补贴已难以对冲经营压力，利润转负。2022 年补贴政策进入调整过渡期、补贴范围收窄，叠加疫情冲击与成本高企，补贴显著回落并放大亏损幅度。2023 年补贴回升但经营仍在修复，亏损收窄未能回正。2024 年新支线补贴政策全面实施、补贴重心向偏远与特殊地区倾斜，公司以偏远地区为主的支线网络与政策方向高度契合，补贴大幅抬升叠加执行效率恢复，利润总额实现由负转正；2025 年上半年补贴维持较高水平，利润继续保持正向。

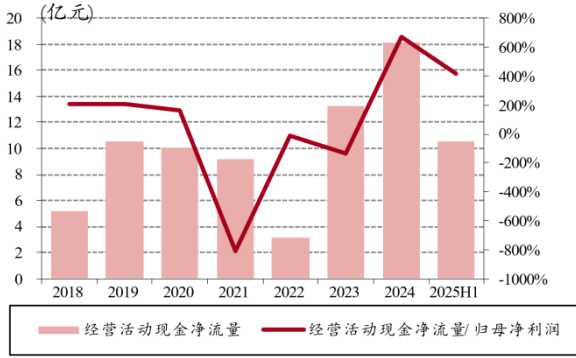
图表 19. 2019-2025H1 公司航线补贴及利润总额



资料来源：公司公告，中银证券

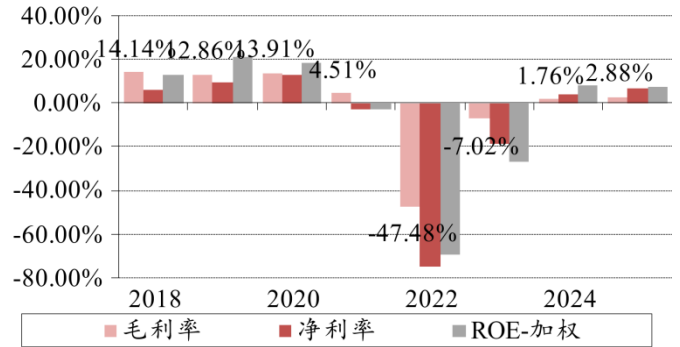
公司现金流量较稳健。2023/2024/2025H1 公司实现经营活动现金净流量 13.22 /18.10 /10.50 亿元，销售商品、提供劳务收到现金 56.98 /71.11 /36.17 亿元，现金与营收的比率 0.32/0.20/0.26，财务状况总体稳健。公司各项利润率逐渐恢复，2024 年由负转正。2022/2023/2024/2025H1 年公司毛利率为 -47.48%/-7.02%/1.76%/2.88%，净利率为 -74.69%/-18.73%/4.00%/6.95%，加权 ROE 为 -69.72%/-27.03%/8.32%/7.20%。

图表 20. 2018-2025H1 公司经营活动现金净流量



资料来源：公司年报，中银证券

图表 21. 2018-2025H1 公司毛利率、净利率



资料来源：公司年报，中银证券

2 支线航空：补贴政策持续优化，出行需求潜力较大

根据市场定位不同，航空市场可分为干线航空与支线航空。干线航空的需求主要集中在少数中心城市，而支线航空的需求则分散在大多数中小城市。其中，干线航空公司又可按客群不同分为全服务航司和低成本航司。全服务航司和低成本航司的市场为出行需求旺盛、客源充足的大型门户城市、全国性枢纽城市和部分区域枢纽城市、省会城市和省内经济发达城市，其中全服务航司的客户为上述市场中对价格相对不敏感的公商务出行旅客及自费出行旅客，低成本航司的客户为上述市场中对价格较为敏感的自费旅客以及追求高性价比的商务旅客；而支线航空所处的细分市场为需求分散的中小城市、旅游城市，是区别于全服务、低成本航空的更为下沉的细分市场。

图表 22. 干线航空与支线航空市场定位

	航司定位	公司举例	细分市场	主要目标客户
干线航司	全服务航司	东航、南航、国航、海航等	出行需求旺盛、客源充足的大型门户城市、全国性枢纽城市和部分区域枢纽城市、省会城市和省内经济发达城市	对价格相对不敏感的公商务出行旅客及自费出行旅客
	低成本航司	春秋航空、九元航空等		对价格较为敏感的自费旅客以及追求高性价比的商务旅客
	支线航司	华夏航空、幸福航空等	大多数中小城市	需求分散的中小城市、旅游城市

资料来源：公司年报，中银证券

2.1 市场格局：支线航空为航空细分赛道，华夏航空具有先发优势

支线航空相比干线竞争压力较小。我国国航、东航、南航和海航四大航空集团占据了国内干线航空客货运输市场的较大份额，春秋航空、吉祥航空等区域性航空公司主要面向干线市场，在支线航空投入比例有限。由于支线航空的机型、人员、服务等运营模式有别于干线航空，传统干线公司难以运行全面的支线网络。华夏航空始终专注于支线航空，着力挖掘支线机场地区的新增客流，在干线航线上与四大航及其他航空公司没有形成直接竞争。除华夏航空外，目前我国支线航空市场主要的运营者包括天津航空、幸福航空、北部湾航空等。

图表 23. 2025 年冬春航季支线航空市场竞争格局

航司	定位	通航时间	运营基地	机队规模	客机机型	航线数
华夏航空	支线航空	2006	重庆、贵阳、成都、大连、天津、呼和浩特、包头、西安、库尔勒、阿克苏、喀什、哈密、衢州	80	CRJ900 系列飞机、C909 系列飞机、A320 系列飞机	194
天津航空	干支结合，由支线转为干线	2009	天津、西安、重庆、海口、贵阳、乌鲁木齐等 13 个城市	105	A330、A320、E190 机队	200
北部湾航空	支线航空、东南亚、东北亚国际航线	2015	南宁	26	空客 A320、E190	72+
长龙航空	干支结合	2013	杭州、西安	74	空客 A319/A320/A320neo/A321neo	139

资料来源：华夏航空公司招股说明书，华夏航空公司官网，华夏航空公司年报，华夏航空三季报，天津航空公司官网，中国民航网，中国民用航空网，民航资源网，人民网，新华网，中新网，全球数字贸易博览会官网，新浪财经，中银证券

公司在支线航空市场具备显著的先发优势。华夏航空长期深耕支线业务，率先完成以三、四线城市为核心的网络布局，并通过与干线航司联运协同，构建“主要城市—三、四线城市”的干支衔接网络，提升区域客流导入效率及网络内容座率、载运率。需求端看，三、四线城市社会消费品零售总额与城镇居民人均收入持续增长，带动出行与消费需求扩容；同时一、二线城市部分行业增量空间趋于饱和，资本与产业向下沉市场加速布局，为公司支线网络拓展提供更大的增量空间。

支线市场份额最大，独飞航线占比高。按航点划分，25年上半年，公司覆盖的支线航点占国内支线航点的43.84%，按航线划分，截至2025年6月，公司在飞航线194条，其中独飞航线170条，占比87.63%。在国内支线航空市场，公司具有相对竞争优势，截至2017年12月，公司支线航线数量占国内支线航线总数的9.9%，在国内支线航空市场处于领先地位。2025年1-6月，公司航班量前十的航线中，有6条航线华夏航空航班量占航线航班量总数的比例超过70%，其中有1条独飞航线。根据航班数量统计及公司公告，公司具有较高的市场占有率，公司独飞的航线比例较高。

图表 24.2025年1-6月华夏航空航班量前10航线

序号	航线	华夏航空航班量 (架次)	该航线总航班量 (架次)	华夏航空航班量占比 (%)
1	兴义万峰林-贵阳龙洞堡	429	1,159	37.01
2	二连浩特赛乌苏-呼和浩特白塔	378	550	68.73
3	阿拉善左旗巴彦浩特-呼和浩特白塔	378	378	100.00
4	重庆江北-徐州观音	354	359	98.61
5	阿克苏红旗坡-伊犁伊宁	340	388	87.63
6	喀什徕宁-莎车叶尔羌	330	330	73.73
7	库车龟兹-伊犁伊宁	332	421	78.86
8	赤峰玉龙-呼和浩特白塔	325	1,568	20.73
9	库车龟兹-喀什徕宁	299	333	89.79
10	呼和浩特白塔-乌兰浩特义勒力特	276	1,162	23.75

资料来源：航班管家，中银证券

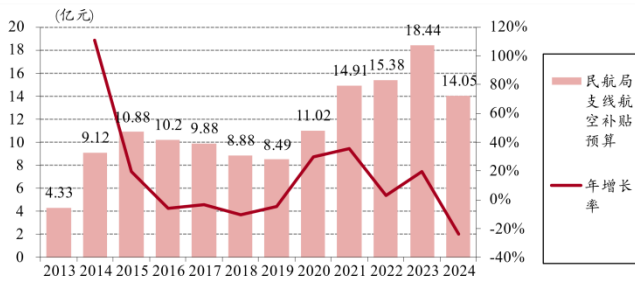
2.2 政策支持：支线补贴政策持续优化，支撑偏远地区交通体系完善

政府补贴支持支线航空发展。民航局和发改委出台了较多关于支线航空在飞机引进、补贴和收费方面的支持政策，重点支持我国偏远地区发展支线航空事业，包括但不限于《支线航空补贴管理暂行办法》、《关于修订民航中小机场补贴管理暂行办法的通知》、《关于调整民航支线机型的通知》等。民航局《关于进一步深化民航改革工作的意见》中提出，将修订支线航空补贴办法，鼓励支线机场通过区域枢纽连接大型机场，增强区域枢纽机场中转功能。在交通条件较差的偏远落后地区实施“基本航空服务计划”，将其融入全国综合交通运输体系。2021年2月10日，民航局印发《民航旅客中转便利化实施指南》，旨在提升旅客中转便利化，全面改善旅客中转服务体验、激发航空市场需求潜力。后续，民航局将在此基础上研究出台《通程航班管理办法》等配套规范性文件和扶持政策，持续推进旅客中转便利化、工作标准化，提升行李直挂及通程航班的普及度。

政府对支线航空的补贴力度呈上升趋势。根据民航局《2026年中小机场补贴资金预算方案》，2026年对中小机场的补贴达到25.84亿元，同比上涨7.44%，补贴额创历史新高。根据民航局《2024年支线航空补贴预算方案》，2024年民航局对航空公司执飞支线航线的补贴将达到14.05亿元，其中新疆和西南地区（西藏航线）得到的补贴额占比较大，分别为23.77%和22.56%。2013年接受支线航空补贴的航司有21家，2024年增加至49家，支线航空发展迅速。

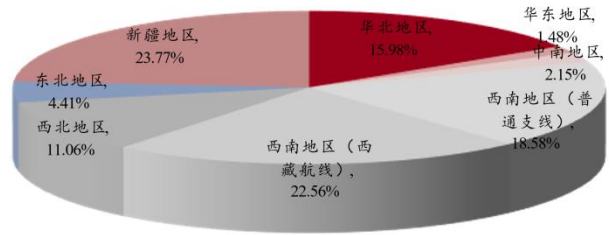
华夏航空占支线补贴重要一席，新疆为公司获补贴最重要市场。2019/2023/2024年华夏航空收到支线航线补贴为1.14/1.75/1.45亿元，占支线航线补贴总额的比重13.44%/9.49%/10.33%。2024年，华夏航空得到的补贴额主要来自新疆地区支线、华北地区支线、西南地区（普通支线），分别占华夏航空得到总补贴额的45.43%、27.29%和18.57%。

图表 25. 2013-2024 年民航局支线航空补贴预算



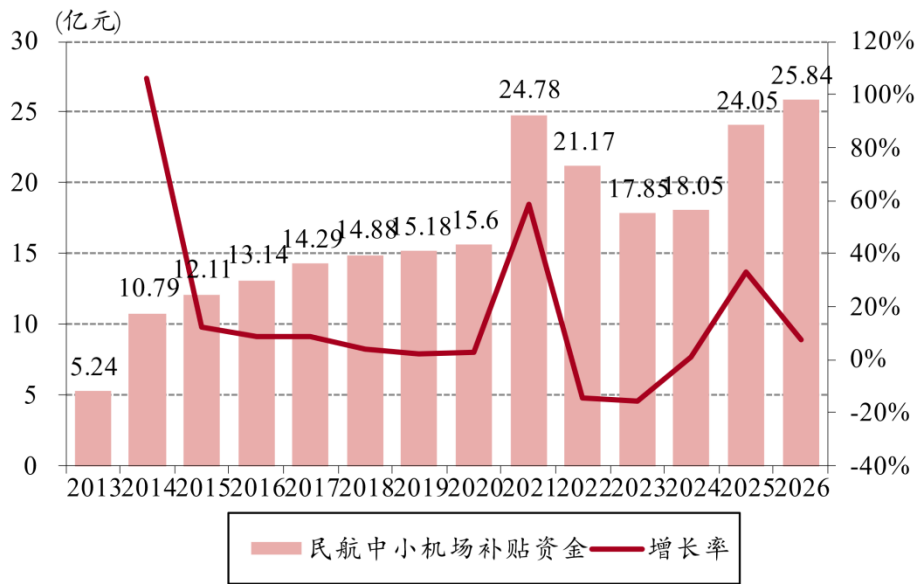
资料来源：民航局，中银证券

图表 26. 2024 年支线航空补贴地区占比



资料来源：民航局，中银证券

图表 27. 2013-2026 年民航中小机场补贴资金及同比增长率



资料来源：民航局，中银证券

民航局持续优化补贴政策，推动支线补贴精细化管理。2023 年，财政部、民航局联合修订印发《支线航空补贴管理暂行办法(2023 年修订)》，旨在优化支线航空补贴机制、提高补贴资金效益和政策效果，聚焦偏远及特殊地区群众基本航空出行需求，破解干支发展不平衡、支线机场通达性不足等行业痛点，促进支线航空持续健康协调发展。新政策下具体补贴标准如下：

图表 28. 新支线航空补贴标准下中央财政补贴标准 (万元/小时)

航段 \ 飞机机型	支线飞机(30 座及以上)	支线飞机 (30 座以下)	非支线飞机
高原及高高原机场航段	1.2	0.24	0.6
非高原及高高原机场航段	1	0.2	0.5

资料来源：财政部，民航局，中银证券

图表 29. 新支线航空补贴标准下单个航段每家航空公司年补贴上限 (万元)

航段 \ 飞机机型	支线飞机 (30 座及以上)	支线飞机 (30 座以下)	非支线飞机
高原及高高原机场航段	500 (除西藏航段外)	50	250 (除西藏航段外) 400 (西藏航段)
	800 (西藏航段)		
非高原及高高原机场航段	400	40	200

资料来源：民航局，中银证券

支线机型补贴范围不断扩大。2019年4月，民航局和财政部联合下发《关于调整民航支线机型的通知（民航规〔2019〕16号）》，对支线机型范围进行调整，调整后的支线机型由原来的7种扩大到13种，ARJ21-700、CRJ-900等主力支线飞机被纳入支线机型范围，支线机型调整是民航业减税降费战略部署的重要举措。民航局预测在此政策实施后，每年将惠及近500万旅客，节省旅客出行成本约2.4亿元。

图表 30. 民航支线机型范围

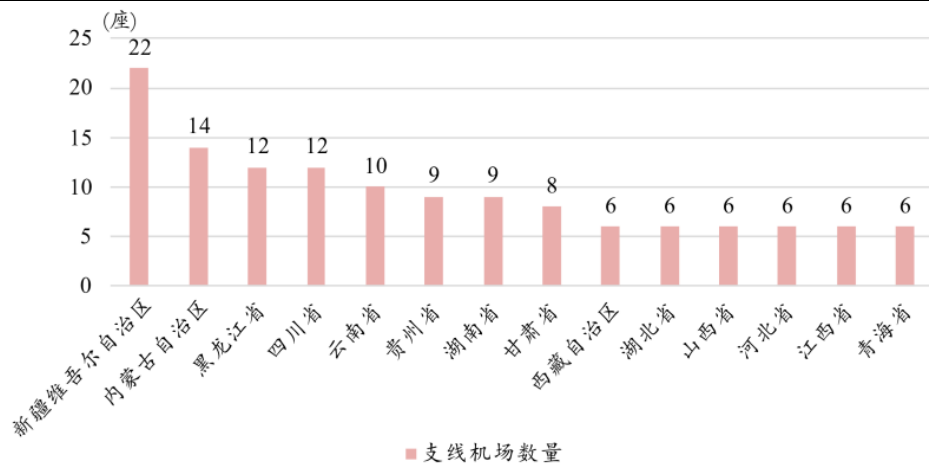
飞机型号	型别
ARJ21-700	ARJ21-700
新舟 60 系列	Y7-100、Y7H-500、Y7-200A、MA60、MA600
CRJ 系列	CL-600-2B19(Regional Jet Series 100)、CL-600-2C10(Regional Jet Series 700,701 and 702)、CL-600-2D24(Regional Jet Series 900)
DHC-8-400 系列	DHC-8-400、DHC-8-401、DHC-8-402
ERJ145 系列	EMB145ER、EMB145LR、EMB145MP
ATR 系列	ATR42-300、ATR42-320、ATR72-101、ATR72-102、ATR72-201、ATR72-202、ATR72-211、ATR72-212、ATR72-212A
Dornier 328 系列	Dornier 328-300
Y12 系列	Y12II、Y12IV、Y12E
DHC-6 系列	DHC-6 Series 400
Cessna208 系列	Cessna208、Cessna208B
PC-12 系列	PC-12、PC-12/45、PC-12/47、PC-12/47E
B300 系列	B300、B300C、1900D
Kodiak 100	Kodiak 100

资料来源：民航局，中银证券

2.3 发展现状：支线航空出行需求潜力大，支线机场建设周期短

我国支线机场主要分布于新疆、西南、华北及东北地区。根据中国民航局民航发〔2017〕30号文件，支线航线是指“在年旅客吞吐量200万人次以下（含）的民用机场始发或者到达的省、自治区、直辖市内（航线）航段，以及跨省、自治区、直辖市航程距离在600公里以内的（航线）航段”。2024年，中国境内支线机场共182个，其中新疆22个、内蒙古14个、黑龙江12个、四川12个、云南10个、贵州9个、湖南9个、甘肃8个、西藏、湖北、山西、河北、江西、青海6个，其余省市市区支线机场均在5个及以下。

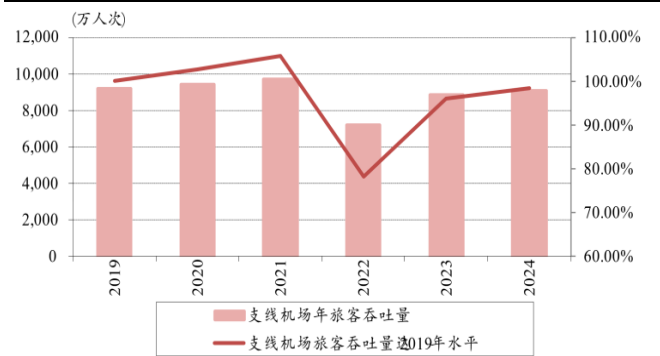
图表 31. 2024 年支线机场数量



资料来源：航班管家，中银证券

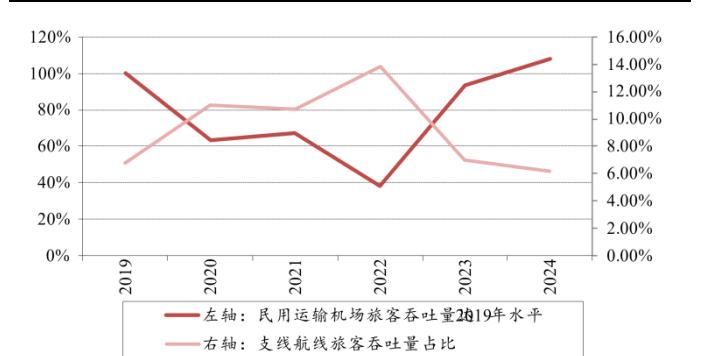
近年来我国支线机场吞吐量的波动,主要是疫情影响下出行量的“下滑—修复—再平衡”变化过程。疫情期间支线航空出行“占比抬升”,主要原因是干线航空出行受疫情影响呈现下滑趋势,疫情后出行复苏,支线航空占比回落为市场结构回归常态。支线机场旅客吞吐量整体呈“增长—下滑—恢复”的轨迹:2019—2021年在行业平稳扩容背景下温和上行,2022年受疫情防控与区域静态管理冲击出现明显下探,2023—2024年伴随出行需求释放与航班执行修复逐步回升并接近疫前水平;与此同时,支线吞吐量占民航总量的比例呈现“疫情期抬升、后回落”的镜像特征——疫情阶段干线航线与枢纽机场受冲击更大,导致支线占比被动抬升,而随着干线快速修复,支线占比回落至接近常态区间,体现支线在民航体系中“补充性、连接性”的常规定位。中长期看,中小城市经济发展与居民对“更快、更便捷”的出行偏好抬升,将继续为支线需求提供底层支撑。

图表 32. 2019-2024 年支线机场年旅客吞吐量及同比 2019 年水平



资料来源:民航局,全国民用运输机场生产统计公报,中银证券

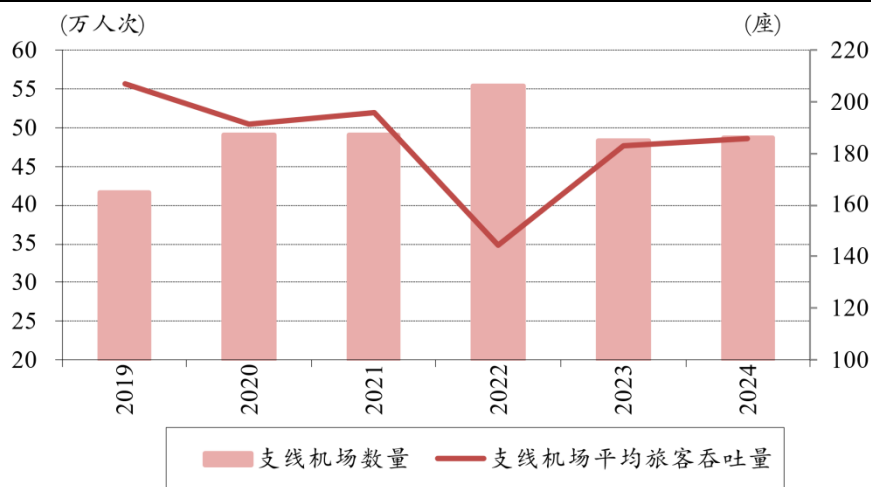
图表 33. 2019-2024 民用运输机场旅客吞吐量恢复程度,及支线航线旅客吞吐量占总旅客吞吐量比重



资料来源:民航局,全国民用运输机场生产统计公报,中银证券

支线机场数量呈上升趋势,平均吞吐量呈现波动态势。2019-2021年,支线机场数量从165座增至187座(扩容13.3%),但新增机场初始吞吐量较低,带动平均吞吐量从55.70万人次小幅降至51.93万人次。2022年,受疫情防控政策收紧,部分地区实施较长时间静态管理的影响,航空业普遍受到重大冲击,平均吞吐量骤降至34.84万人次,仅为2019年水平的62.54%,是近年的低谷。2023-2024年机场数量微调至185-186座,平均吞吐量回升至47.67万、48.65万人次,已恢复至2019年水平的85.57%、87.34%。

图表 34. 2019-2024 年支线机场平均旅客吞吐量及支线机场数量



资料来源:民航局,中银证券

支线机场政府投资少、建设周期相对较短。支线机场只需 1-2 年即可达到通航条件，先期投资少，在偏远地区优势显著。济枣高铁项目于 2023 年 12 月开工，总投资 585 亿元，最大区段客流密度近期 1355 万人,远期 1610 万人，建设周期约 3-4 年，计划于 2027 年建成；枣庄翼云机场定位为国内民用支线机场，是山东省相关机场布局中的重要项目，于 2023 年 7 月全面开工，概算投资 21.86 亿元，预计旅客吞吐量达到 120 万人次，原预计于 2025 年内建成，截至 2026 年 3 月，机场即将进入飞行校验阶段。通过将支线机场与已有干线航空网络连接，利用中转联程的运作模式，可以实现支线机场与干线枢纽的高效连接，提高小城市的通达性。

图表 35. 高铁和支线机场建设项目对比

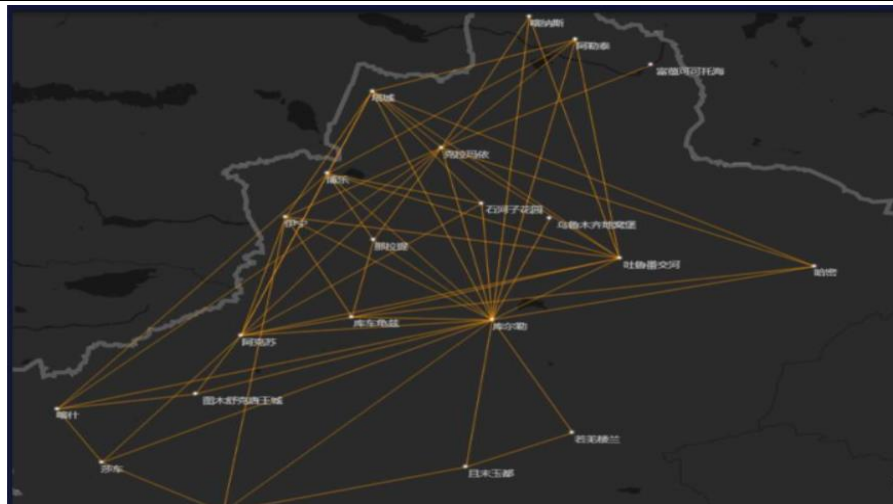
项目名称	济南-枣庄高铁项目	枣庄民用机场
建设周期	3-4 年	2-3 年
投资金额	585 亿元	21.86 亿元
客流量	1355-1610 万人	120 万人
功能	承担沿线城际客流，促进沿线旅游及居民出行	促进省外经济联系，完善地区航空网络

资料来源：山东省交通运输厅，枣庄市交通运输局，山亭区政府官网，光明网，齐鲁晚报，中银证券

2.4 行业特征：支线市场独占航线特征明显，C909 等中小机型匹配度好

先发构建独占支线网络，逐步形成竞争优势。以华夏航空在新疆的航线布局为例，华夏航空选择库尔勒机场作为基地，打造省内次级枢纽，公司通过“串飞+环飞”模式将疆内的支线出行需求集中到库尔勒，再通过库尔勒连接省外枢纽机场，在新疆地区形成网络状航线结构。与其他航空公司航线重复较少，减小竞争压力，独特航线资源形成公司竞争优势。2019 年疆内市场份额华夏航空占比 27.43%，天津航空占比 17.14%。华夏航空作为支线航司，是疆内支线航线网络的搭建者，其中在新疆市场 94% 为疆内航班，2019 年运营疆内航线 124 条，连接枢纽机场乌鲁木齐航线仅 4 条，其余皆非枢纽机场之间的对飞航线，疆内支线市场份额占比高达 70% 以上。

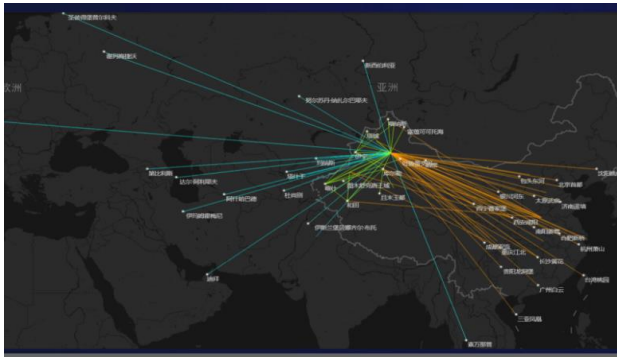
图表 36. 华夏航空新疆地区航线网络图



资料来源：航班管家《新疆民航市场发展报告》，中银证券

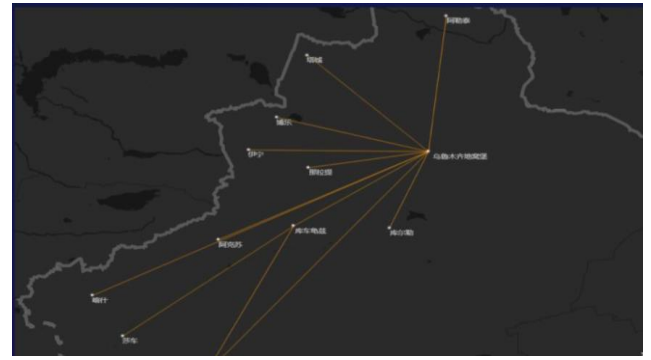
对比南方航空和天津航空均以乌鲁木齐天山国际机场为枢纽机场，形成放射状航线结构。南方航空新疆地区 2019 年执飞航班量占总量的 33.9%，其中国际航线执飞航班量占比 71.74%，疆内航班量 39.81%、疆外航班量 28.49%，皆位列航司首位。执飞航线 178 条，其中疆内航线 58 条、疆外航线 86 条、国际航线 34 条。天津航空在新疆市场 73% 的航班为疆内航班，以乌鲁木齐机场为基地，搭建疆内西北部航线网络，2019 年疆内航线 24 条，20 条为乌鲁木齐航线，疆内航线与南航有着高重合度。

图表 37. 南方航空新疆地区航线网络图



资料来源：航班管家《新疆民航市场发展报告》，中银证券

图表 38. 天津航空新疆地区航线网络图



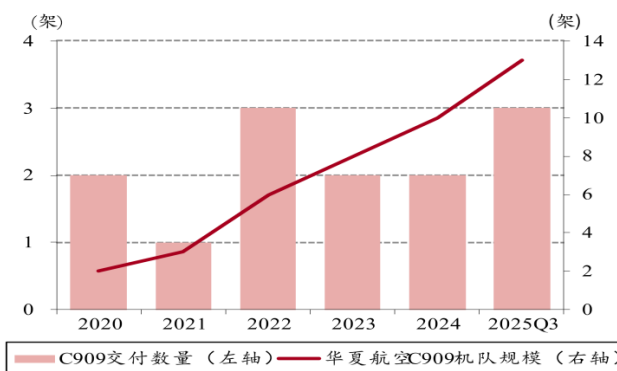
资料来源：航班管家《新疆民航市场发展报告》，中银证券

支线市场规模小，中小机型匹配度更高。由于支线航线旅客数量、市场规模小于干线航线，因此支线航司客座率、载运率相比干线航司较低。以新疆市场为例，新疆地域广袤，人口居住分散，平均人口密度较小，根据航班管家测算，2019 年疆内支线航班平均每班旅客人数为 94 人次，因此考虑到运营成本，支线客机在疆内执飞占比较大。2019 年新疆民航执飞机型中，窄体机执飞占比 76.99%，宽体机 1.95%，支线客机 21.05%，其中疆内航线支线客机执飞占比达到 53%。

公司机型结构适合支线航线运营。公司机型主要为支线机型，CRJ900 座级为 90，A320 座级为 150，CRJ900、C909 具备机型航段成本低的优势，A320 机型具备单座公里成本较低的优势，适合支线运营方式。公司将引进 A320、C909 两种机型，未来将维持 CRJ900、A320、C909 三种机型的机队结构；加大 C909 配套能力建设，提升机型管控能力及故障处理能力，提升飞机运行稳定性；加强 C909 飞行实力梯队建设，稳步提升飞机利用率；继续推动 C909 机型性能优化，扩宽应用场景，提高 C909 机型航线循环比。

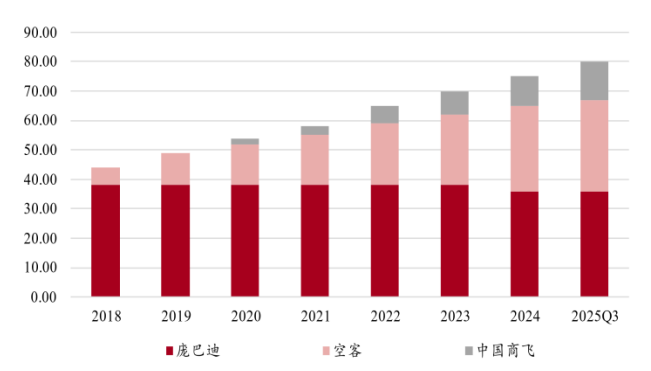
飞机订单保障公司运力增长。2020 年 6 月 10 日，华夏航空与中国商飞签订《飞机购买暨构建全面战略合作伙伴关系的框架协议》，2020 年 11 月 03 日，公司与中国商飞签署《购买飞机系列协议》，计划向中国商飞购买和接收总共 100 架 ARJ21（后更名为 C909）系列和 C919 系列飞机，自 2020 年起十年内交付完成。其中 50 架确认为 ARJ21 系列飞机，另 50 架可全部或部分为 C919 系列飞机。受突发疫情影响，短期内公司经营状况有所改变，飞机交付有所推迟。截至 2025 年 9 月，中国商飞已累计交付 13 架 C909 系列飞机。

图表 39. 2020-2025Q3 年中国商飞交付数量



资料来源：公司公告，中银证券

图表 40. 2018-2025Q3 年公司机队供应商构成 (架)



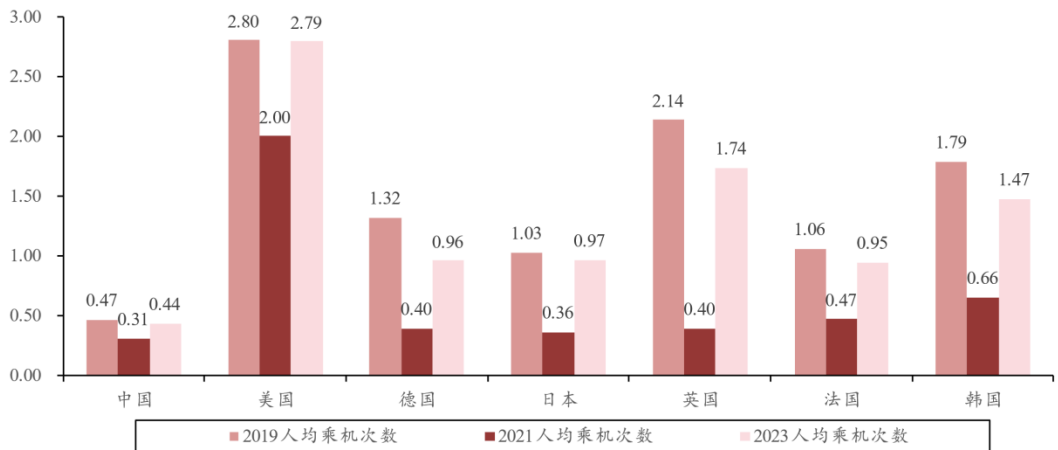
资料来源：公司公告，中银证券

C909 飞机有助于公司开拓西南市场和高原市场。2019 年 8 月 19 日，国产喷气支线客机 ARJ21 飞机（后更名为 C909）圆满完成昆明-丽江-西双版纳-昆明航线运行探索西南地区支线航空快线。ARJ21 飞机是首款按照我国中西部和北部地区运营条件设计的喷气支线客机，具有良好的高原高温性能和抗侧风能力，特别适应我国西南地区机场起降条件和复杂航路越障要求。截至 2023 年底，我国已建成 44 个高原机场，主要集中在西部地区。据央广网，截至 2018 年底，昆明、兰州、丽江和西宁这四个机场占我国一般高原机场运输量 95% 以上。

2.5 需求研判：航空出行人口稳步增加，支线航空需求有望持续提升

我国人均乘机次数较低，增长空间较大。从民航发展规律看，当人均国内生产总值超过 3000 美元，航空市场会进入快速发展期。2008~2025 年，我国人均 GDP 由 3550.30 美元提升至 14452.37 美元，人均乘机次数的增速却相对较缓，2019 年国内人均乘机次数是 0.47 次，2023 年国内人均乘机次数为 0.44 次，和欧美发达国家和日韩人均乘机次数相比较低，仍有较大提升空间。长期来看，随着经济的不断发展以及航空基础设施的不断完善，我们认为未来我国人均乘机次数有望继续提高，航空需求仍有较大增长空间。

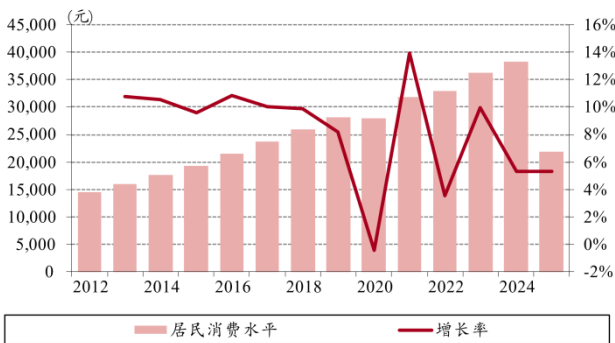
图表 41. 2019, 2021, 2023 年人均乘机次数对比 (次)



资料来源：世界银行，iFinD，中银证券

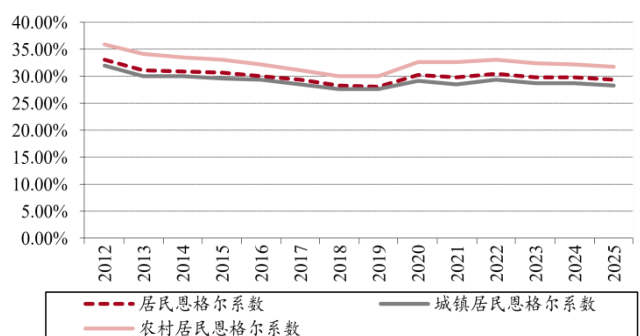
居民消费升级，旅游、出行需求不断增加。近年来我国城镇化率不断提高，根据国家统计局公布的数据，2025 年常住人口城镇化率 67.89%，大量中小城市的发展兴起，使得航空运输网络将进一步向中小城市延伸。未来随着新发展理念贯彻落实，居民服务消费能力有望进一步提升，扩大内需将进一步扩大中等收入群体规模，加速促进低收入群体收入水平和消费能力。根据国家统计局统计数据，2012-2024 年居民消费水平从 14438 元增加至 38243 元，增幅为 164.88%，2012 年-2025 年，全国居民恩格尔系数由 33% 下降至 29.3%。随着中小城市经济发展，居民消费结构升级，旅游、出行消费需求迅速增加，2012-2024 年，国内旅客人数由 29.57 亿人次增加至 56.15 亿人次，增幅 89.89%；国内旅游人均花费由 767.9 元增加至 1024.8 元，增幅 33.45%。

图表 42. 2012-2025H1 居民消费水平及同比增长率



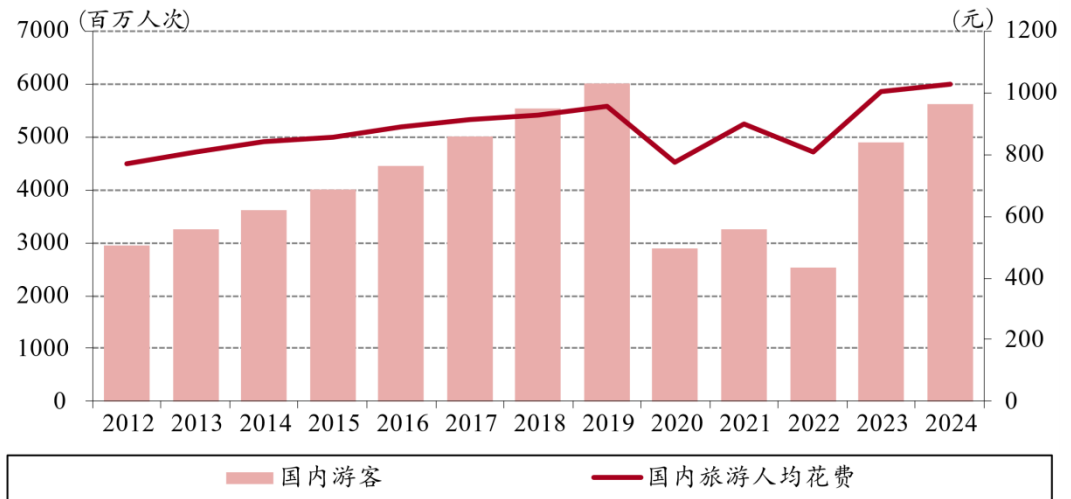
资料来源：iFinD，中银证券

图表 43. 2012-2025 年居民恩格尔系数



资料来源：iFinD，中银证券

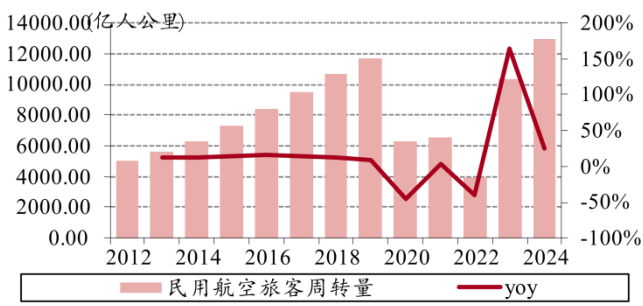
图表 44. 2012-2024 年国内游客人数及国内旅游人均花费



资料来源: iFinD, 中银证券

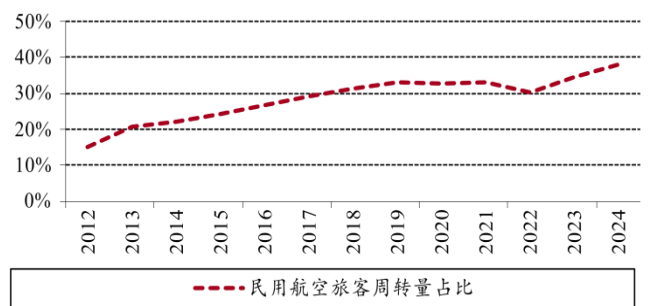
民航在我国交通运输体系中的重要性显著提升。2012-2024 年, 民航旅客周转量由 5025.74 亿人公里增加至 12915.00 亿人公里, 在各类交通运输方式中, 民航旅客周转量增幅最大, 增幅为 156.98%, 其中 2012-2018 年连续六年增长率超过 10%。2012 年-2024 年, 民航旅客周转量占各类交通运输方式旅客周转总量的比重由 15.05% 增长至 38.11%。2020-2022 年受疫情影响, 民航旅客周转量下降, 2023-2024 年随着疫情影响逐渐减弱, 民航旅客周转量恢复至疫情前水平并于 2024 年创下新高。

图表 45. 2012-2024 年民用航空旅客周转量



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 46. 2012-2024 年民用航空旅客周转量占运输方式的比重



资料来源: iFinD, 中银证券

我国民用航空市场广阔。根据民航发展“十四五”规划, 2021-2022 年为恢复和积蓄期, 积蓄发展动能, 促进行业恢复增长。2023-2025 年为增长和释放期, 重点扩大国内市场, 恢复国际市场。“十四五”时期, 民航累计完成固定资产投资 6300 亿元, 新增跑道 49 条、机位 2232 个、航站楼面积 682.74 万平方米, 运输机场总数达 270 个, 机场总容量超过 18 亿人次; 净增运输飞机 671 架, 机队总规模达 4574 架; “10+3”骨干航路网基本建成。

图表 47. “十四五”时期运输机场重点建设项目

“十四五”时期运输机场重点建设项目		
续建 (34 个)	新建 (16 个)	成都天府、鄂州, 邢台、绥芬河、丽水、芜宣、瑞金、菏泽、荆州、郴州、湘西、韶关、阆中、威宁、昭苏、塔什库尔干
	迁建 (6 个)	呼和浩特、青岛、湛江、连云港、达州、济宁
	改扩建 (12 个)	杭州、福州、烟台、广州、深圳、珠海、贵阳、丽江、西安、兰州、西宁、乌鲁木齐
新开工 (39 个)	新建 (23 个)	朔州、嘉兴、亳州、蚌埠、枣庄、安阳、商丘、乐山、黔北(德江)、盘州、红河、隆子、定日、普兰、府谷、定边、宝鸡、共和、准东(奇台)、和静(巴音布鲁克)、巴里坤、阿拉尔、阿拉善左旗
	迁建 (4 个)	厦门、延吉、昭通、天水
	改扩建 (12 个)	天津、太原、哈尔滨、沈阳、上海浦东、南昌、济南、长沙、南宁、重庆、昆明、拉萨
前期工作 (67 个)	新建 (43 个)	珠三角枢纽(广州新), 正蓝旗、林西、东乌旗、四平、鹤岗、绥化、宿州、聊城、周口、鲁山、娄底、防城港、遂宁、会东、天柱、怒江、宣威、元阳、丘北、玉溪、楚雄、勐腊、平凉、武威、临夏、和布克赛尔、乌苏、轮台、且末(兵团)、皮山、华山、衡水、晋城、金寨、淄博、滨州、潢川、荆门、贵港、内江、广安、商洛
	迁建 (15 个)	大连、牡丹江、南通、衢州、义乌、龙岩、武夷山、威海、潍坊、恩施、永州、梅县、三亚、攀枝花、普洱
	改扩建 (9 个)	石家庄、长春、南京、宁波、温州、合肥、郑州、武汉、银川

资料来源: 央视网, 民航局, 中银证券

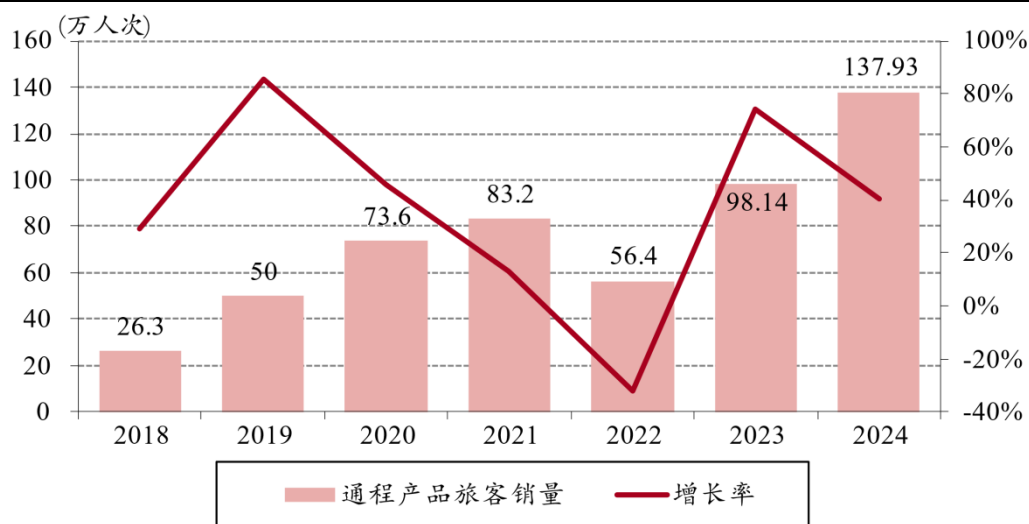
3 运营模式：深化干线支线航空融合，打造多元化品牌产品

3.1 通程产品：干线支线航程有效融合，省心直达且具性价比

华夏航空于 2017 年推出“华夏通程航班”产品，其运作模式是将不同航空公司的航班通过枢纽机场连接起来，实现干支结合，由华夏航空提供衔接服务，同时提供“一票到底、行李直达、专人引导、免费退改、免费隔夜住宿”等服务。与普通中转航班相比，通程航班价格要低 20%-25%，而且行李无须重新托运。目前，华夏航空已与国内超过半数航司合作。2021 年 1 月 6 日，华夏航空首个通程驿站在贵州省毕节飞雄机场正式开业，通程驿站作为华夏通程在机场端的物理载体，是通程航班保障模式的进一步升级，通程航班旅客不仅可以享受到通程航班的基础服务，还可以进入驿站，享受“专属休息、免费餐点、专人接送”等升级服务。

通程产品销量快速增长，新疆地区通程承运人次占总承运人数的比例较高。2022/2023/2024 年通程产品旅客销量为 56.4 万人/98.14 万人/137.93 万人，占总承运人数的比重 20%/15.31%/14.98%。分地区看，2024 年，公司围绕库尔勒、阿克苏、喀什打造新疆枢纽，通程承运人次占总承运人数的比例为 23.60%；围绕重庆、贵阳、成都打造西南枢纽，通程承运人次占总承运人数的比例为 11.80%；围绕西安打造中北枢纽，通程承运人次占总承运人数的比例为 15.97%；围绕呼和浩特、包头打造内蒙枢纽，通程承运人次占总承运人数的比例为 16.90%；围绕大连、天津打造北部枢纽，通程承运人次占总承运人数的比例为 10.53%；围绕衢州、芜湖打造东南枢纽，通程承运人次占总承运人数的比例为 13.56%。服务支持方面，公司持续深化基础服务能力，扩大机场通程产品保障范围，2024 年新增中转服务便利化机场 20 个，已在 139 个机场建立中转便利化服务。

图表 48.2018-2024 年公司通程产品旅客销量及增长率



资料来源：公司年报，中银证券

通程航班提升偏远地区中小城市城市通达性。公司与干线航空公司合作进行中转联程、干支结合合作，通过支线航线连接干线航线与枢纽机场，将偏远地区中小城市接入全国航线网络，便利偏远地区人民出行，充分挖掘偏远地区旅游资源，增加旅客流量，提高城市通达性，支撑地区经济发展。“十四五”民用航空发展规划扩大国内通程航班服务范围，提升国内基础网服务水平，推广国际通程试点，缩短最短中转衔接时间，提高联检效率。增加基本航空服务产品、丰富快线类产品、开发定制化产品，推进广覆盖、快衔接的通程航班服务。

以北京首都国际机场-喀什徕宁国际机场的华夏联程产品为例说明，第一程由中国国际航空承运，航班 CA1257 北京(首都国际机场)-库尔勒(梨城机场)，第二程由华夏航空承运，航班 G54821 库尔勒(梨城机场)-莎车(叶尔羌机场)-喀什(徕宁国际机场)。

图表 49. 华夏航空北京-库尔勒-莎车-喀什通程航线

航班号	航空公司	机场	城市	时间	飞行时间
CA1257	中国国际航空	首都国际机场	北京市	起飞	06: 55
		梨城机场	库尔勒市	降落	11: 45
				起飞	16: 25
		叶尔羌机场	莎车市	降落	18: 25
G54821	华夏航空	叶尔羌机场	莎车市	起飞	19: 05
		徕宁国际机场	喀什市	降落	19: 45

资料来源：公司官网，携程官网，Flightera，中银证券

图表 50. 华夏航空北京-库尔勒-莎车-喀什通程产品



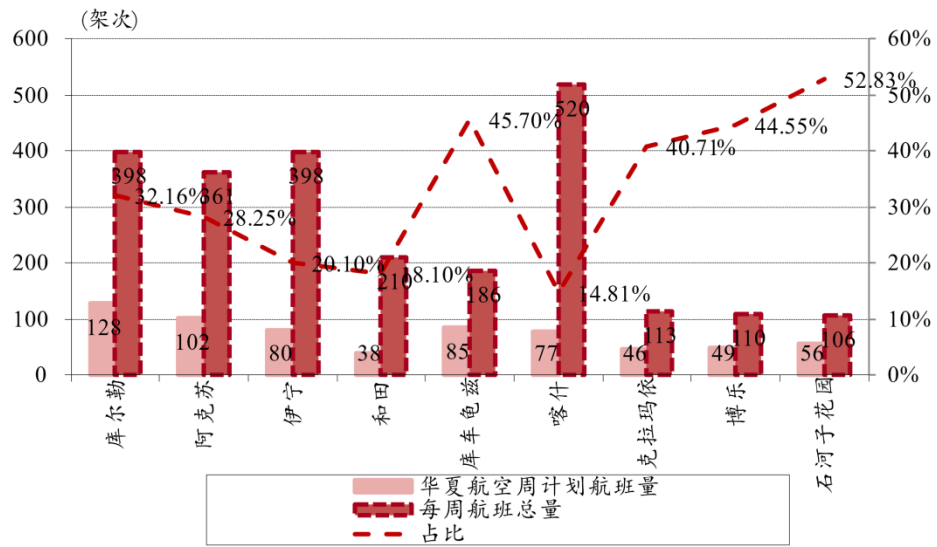
资料来源：公司官网，中银证券

通程航班的核心价值，是把“支线—枢纽—干线”从一次“行程拼接”升级为一款“可交付的产品”，显著降低偏远地区出行的时间与不确定性成本。相比“同站换乘”等自助式联程，通程航班通过航司规则与服务把衔接责任前置化，从而实质性提升中小城市通达性。从产品形态看，华夏航空联程在同一订单下完成干支衔接：前段由干线航司承运、后段由华夏承运，并配套“转机引导”“行李直达”“航变免费改”“一次值机”等服务，把原本需要旅客自行处理的换乘衔接、行李再托运与航变风险，转化为平台/航司可控的标准化交付；而另一类“同站换乘”更多依赖旅客自行把控时间与衔接，旅程更长、容错更低。对偏远地区与中小城市而言，这种“干支结合+中转联程”通过支线把城市接入枢纽航网，既提升居民出行便利性，也有利于把外部客流更顺畅地导入目的地，释放旅游资源、做大旅客流量，进而在交通可达性改善的基础上对区域消费与服务形成支撑。

3.2 空中公交：立足新疆和云南，“环飞+串飞”打造便捷空中出行网络

2018年4月，华夏航空进驻新疆，航线通达新疆22个城市，公司围绕库尔勒基地、阿克苏和喀什过夜点建立新疆枢纽，探索串飞、环飞新模式，使用CRJ900机型架设南北疆空中互联通道，完善东西穿梭网络，构建横跨南北、贯穿东西的“云上公交”。新疆面积166万平方公里，占全国的17%，是我国陆地面积最大的省区，2024年底常住人口约2623万人，占全国的1.86%，城市之间距离较大，陆地交通耗时较长，支线航空潜在需求较大。华夏航空选择库尔勒机场作为基地，打造省内次级枢纽，公司通过支支串飞、环飞等方式将疆内的支线出行需求集中到库尔勒，再通过库尔勒连接省外枢纽机场，形成乌鲁木齐、库尔勒双通道的格局。从2025年的夏秋季航班来看，华夏航空在库尔勒机场的航线安排由16条疆内航线、3条出疆航线构成。

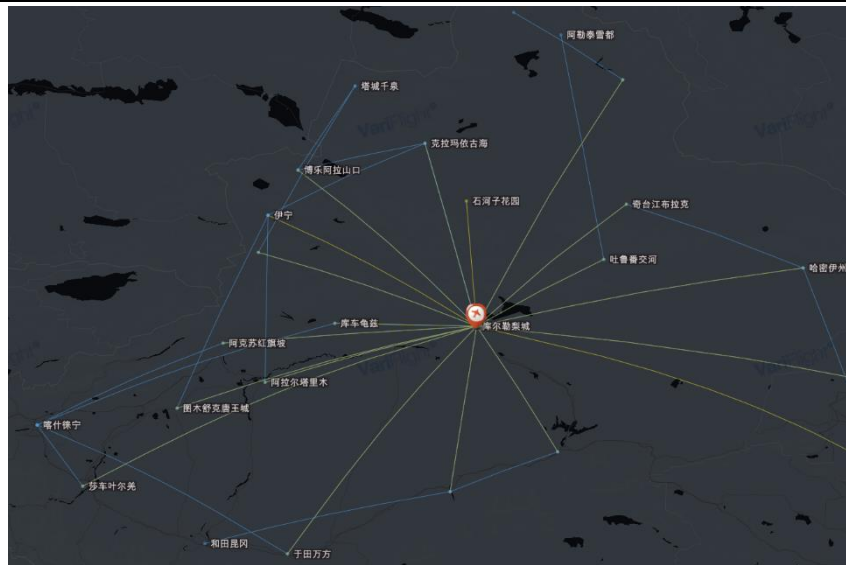
图表 51. 华夏航空 2025 年夏秋航季新疆部分机场执飞计划



资料来源：航班管家，中银证券

公司进入新疆市场后，库尔勒机场旅客吞吐量实现快速增长，疫情后新疆各个机场旅客吞吐量恢复速度快。2017/2018/2019 年库尔勒机场旅客吞吐量为 127.98 万人/174.38 万/220.23 万人，2019 年相比 2017 年增长 72.08%。阿克苏机场、喀什机场、和田机场 2019 年旅客吞吐量增速分别为 32.42%、18.11%、31.11%。截至 2024 年，除和田机场旅客吞吐量与疫情前旅客吞吐量接近持平外，库尔勒、阿克苏、喀什、伊犁机场的旅客吞吐量均已恢复并大幅超出疫情前水平。

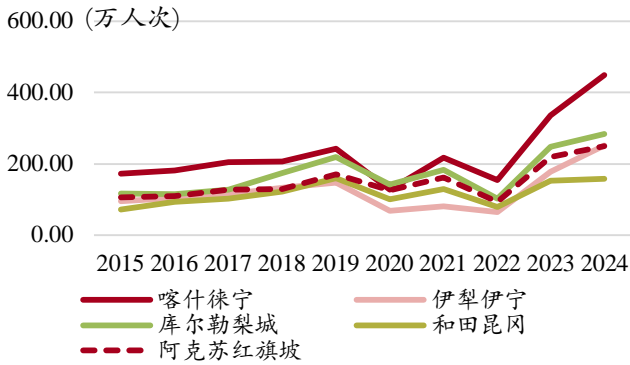
图表 52. 2025 年 6 月库尔勒机场华夏航空航线图



资料来源：VariFlight，中银证券

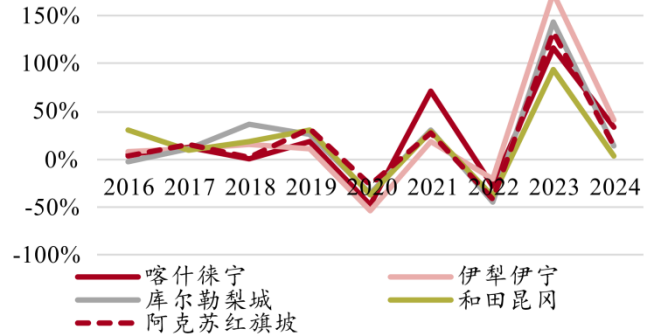
公司布局大量航线在新疆市场。根据 2025 年夏秋航季航司换季计划，华夏航空周计划航班量前 30 的航线中，有 12 条航线为疆内航线。出港客运航班量前 10 的机场中，有 5 家机场位于新疆，前 30 的机场中，有 14 家机场位于新疆，其中库尔勒机场、阿克苏机场、库车机场、伊犁机场、喀什机场周计划航班量分别为 128 架次、102 架次、85 架次、80 架次、77 架次，共占周计划航班总数的 13.89%。

图表 53.2015-2024 年新疆部分机场旅客吞吐量



资料来源：航班管家，中银证券

图表 54.2016-2024 年新疆部分机场旅客吞吐量增长率



资料来源：航班管家，中银证券

新疆地区政府补贴扶持省内互飞航线。按照新疆维吾尔自治区人民政府办公厅发布的《自治区国内客运航线补贴暂行规定（修订版）》（新政办发〔2023〕63号），补贴按“旅客人数×标准”核算，并对客座率设置上下限，即出港客座率不足 30%的按 30%折算旅客数，30%—60%按实际旅客数计算，超过 60%的按 60%封顶折算；补贴标准与机型座级及航区类型挂钩：以南疆（含东疆）机场间互飞为例，60 座及以下机型补贴 500 元/人、60—100 座约 380 元/人、100—120 座 330 元/人、120—140 座 210 元/人、140—170 座 160 元/人、170 座以上 140 元/人；若为南（含东疆）—北疆或北疆机场间互飞，上述标准分别对应 400/320/270/180/140/120 元/人；当同一航段每日超出 1 班时补贴标准下浮（每日 2 班下浮 50%，每日 3 班下浮 70%，每日超过 3 班当日该航段不予补贴）。2019-2021 年，华夏航空获得新疆局支线航空补贴从 635 万元增加到 1.4 亿元，占新疆整体补贴比例由 6.3% 增加到 37.8%，占公司支线航空补贴总额的比例由 5.56% 增加到 48.06%。

图表 55.华夏航空新疆省内环飞产品

华夏航空 G52631J
机型JET 无餐食

08:55 华夏联程·克拉玛依 12:15

库尔勒·梨城机场 克拉玛依停1小时15分 阿勒泰·雪都机场

¥1060
订票

产品说明

华夏航空华夏联程产品01月01日G52631J库尔勒-克拉玛依-阿勒泰，第一程由华夏航空承运，航班G52783库尔勒(梨城机场)-克拉玛依(古海机场)2026-01-01 08:55-10:15；第二程由华夏航空承运，航班G54657克拉玛依(古海机场)-阿勒泰(雪都机场)2026-01-01 11:30-12:15。购票自动注册华夏云享会员，完成乘机赠送华夏会员积分。如需预订婴儿、儿童、孕妇、伤病旅客、轮椅旅客等特殊旅客机票或有会员疑问，请致电华夏航空客服95332咨询申请。

免费服务

- 航空免费改
- 20KG免费行李
- 行李直挂
- 一次值机

华夏航空 G54691R
机型JET 无餐食

08:55 华夏联程·伊宁 20:35

库尔勒·梨城机场 伊宁停7小时25分 阿勒泰·雪都机场

¥1090
订票

产品说明

华夏航空华夏联程产品01月01日G54691R库尔勒-伊宁-阿勒泰，第一程由华夏航空承运，航班G52783库尔勒(梨城机场)-伊宁(伊宁机场)，经停克拉玛依城市(古海机场)2026-01-01 08:55-11:50；第二程由华夏航空承运，航班G54969伊宁(伊宁机场)-阿勒泰(雪都机场)2026-01-01 19:15-20:35。购票自动注册华夏云享会员，完成乘机赠送华夏会员积分。如需预订婴儿、儿童、孕妇、伤病旅客、轮椅旅客等特殊旅客机票或有会员疑问，请致电华夏航空客服95332咨询申请。

免费服务

- 航空免费改
- 20KG免费行李
- 行李直挂
- 一次值机

资料来源：公司官网，中银证券

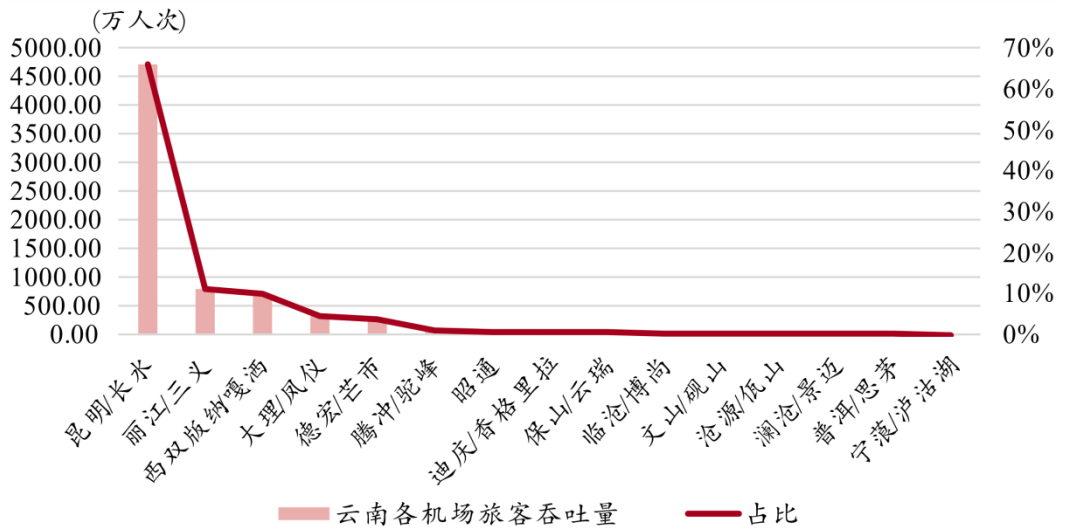
云南省内航空资源分布呈二八分化，地区间航空资源分布差距较大。云南省内共 15 座机场，2024 年旅客吞吐量共 7143.97 万人次，其中昆明长水机场旅客吞吐量 4717.83 万人次，占比 66.04%，丽江三义、西双版纳嘎洒分别为 809.29 万人次、716.35 万人次，占比 11.33%、10.03%，其他机场占比均小于 5%。

2026 年 4 月 12 日

华夏航空

26

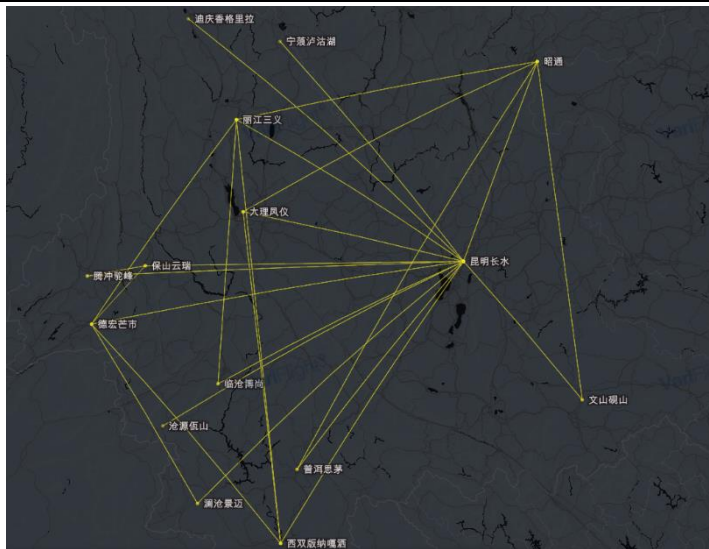
图表 56.2024 年云南各机场旅客吞吐量



资料来源：民航局，中银证券

云南航产投集团以昆明机场枢纽为中心，干支结合，支支连通的蛛网式航线网络。截至2017年上半年，昆明与其他14个机场均已开通直飞航线，往返航班量约4.0万班次，占省内航班总量的94%。昆明-迪庆-芒市、昆明-丽江-西双版纳、昆明-大理-西双版纳、昆明-丽江-普洱两两互通直飞航线，在云南省内形成4个三角形航线网络。

图表 57.2025 年 6 月云南省内航线图



资料来源：VariFlight，中银证券

2020年7月，华夏航空与云南德宏州（2019年民航旅客吞吐量212万人次，2024年民航旅客吞吐量提升至265万人次）签约，并在德宏新设基地，计划在州内机场分阶段投放过夜运力，加快实现德宏地区支线航线“环”起来，“串”起来。同时，积极促成往来德宏地区通往省外的干支航线“快”起来，推动德宏实现“支支+干支”运营模式网络化、常态化，逐步形成省内次级枢纽。截至2025年11月，云南已开通11条省内环飞航线。25年前11个月，全省11条省内环飞航线承运旅客超94.5万人次，以西双版纳、丽江、芒市为环飞中心的航线网络基本成型。

综合来看，公司深耕新疆、西南地区市场，后续增长潜力较大。新疆、内蒙古、四川、黑龙江、云南和贵州是支线航空比较发达的地区，在2019年，这6个省份的支线机场数量约占到了全国的46.3%，旅客吞吐量占全国的20.5%，而且整体增速为7.7%，快于全国的6.9%。2019年华夏航空收到新疆局支线补贴为635万元，2022年增加至1.21亿，2024年，在新支线补贴政策下，华夏航空新疆地区航线得到民航局支线补贴6592万元，在所有航司中排名第二。对比新疆与云南、西藏，2024年云南生产总值达到31534.1亿元，约为新疆地区的1.5倍，地方财政交通支出约为新疆6成，人口和旅客吞吐量都远高于新疆地区。2020年7月华夏航空与云南德宏州签订协议，计划采用“串飞+环飞”复制新疆模式，打造省内次级中枢，未来云南地区收入将有大幅增长的潜力。2024年支线补贴预案中，西南地区（西藏航线）补贴占比排名第二，共3.17亿元，占支线补贴总额的22.56%，西藏市场开发具有潜力。

图表 58.新疆、云南和西藏地区市场对比

	新疆	云南	西藏
地区生产总值(亿元)	20,534.1	31,534.1	2,764.9
地方财政交通运输支出(亿元)	564.97	351.56	463.62
人口(万人)	2623	4,655	370
机场旅客吞吐量(万人次)	4,848.5	7,144	约773

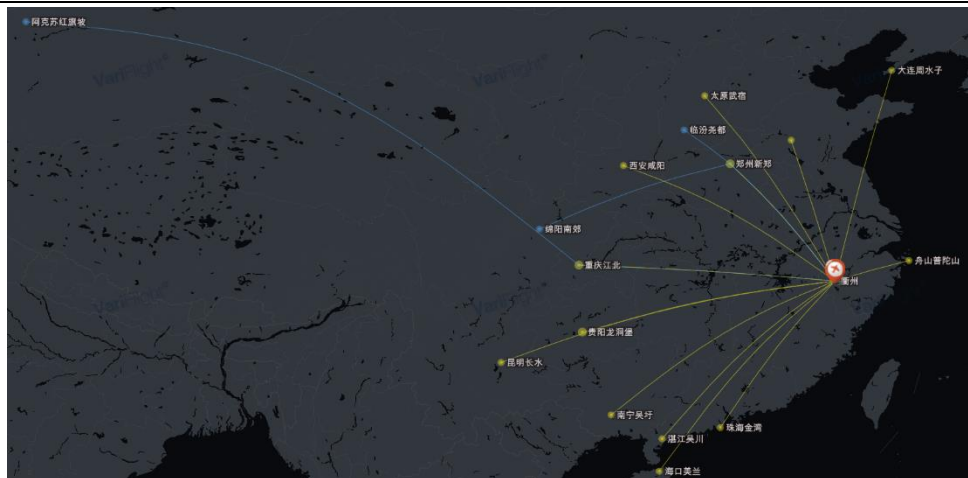
资料来源：国家统计局，新疆维吾尔自治区政府官网，云南省统计局，西藏自治区统计局，中国民航网，中银证券

3.3 衢州模式：培育支线航空产业链，售后回租增厚公司现金流

2020年10月，华夏航空与浙江省衢州市政府签订了一揽子合作协议，包括成立航空公司、建设航空枢纽、培训学校、设立产业基金以及培育上下游产业链等。同年12月，衢州航空成立，该公司由衢州市属国企信安产业投资有限公司持股90%、华夏航空间接持股10%。按约定，华夏航空通过“售后回租”的方式将3架CRJ900NG飞机出售给衢州航空，并表示将在年底投放2架飞机在衢州驻场，预计在2023年增加到8架，后因公司运营计划有所调整，部分航班改由其他基地飞机串飞。2025夏秋航季，衢州机场联通机场总数达21座。

利用航线网络共建次级航空枢纽。华夏航空将利用现有的航线网络资源，通过通程航班或者直飞衢州与西部城市，将衢州打造成干支与支一支结合的枢纽，提高城市通达性，并且推动衢州航空产业链形成。预计合作期为三年，期间公司将在衢州机场投放过夜飞机，新开和加密航线，做大通程航班，帮助衢州机场旅客吞吐量从2020年的38.6万人次增加到2024年的103.5万人次以上。同时，公司通过售后回租向机场出售飞机，增加公司现金流，探索轻资产模式。

图表 59. 2025年6月衢州机场华夏航空航线图



资料来源：VariFlight，中银证券

图表 60. 华夏航空衢州机场联程产品



资料来源：公司官网，中银证券

衢州具备枢纽优势、通道优势、经济优势。衢州处于浙江、福建、江西、安徽四省交界，地理位置便利。“十四五”期间，衢州综合交通计划投资 1018 亿元，并计划建成构建“铁轨公水空管邮枢纽”9 张网。截至 2024 年底，衢州综合交通线网总规模达 9651 公里，网络密度 109.1 公里/百平方公里。**衢州航空发展具有较大潜力。**2024 年衢州市生产总值 2262.83 亿元，常住人口 229.9 万人，旅游收入 429 亿元，接待游客 3932.4 万人次，衢州机场旅客吞吐量仅有 103.5 万人次，排名 107。相比舟山市生产总值 2226.2 亿元，常住人口 117.6 万人约为衢州市的一半，旅游收入、接待旅客人次均低于衢州市，但是机场旅客吞吐量达到 263.3 万人次，排名 66，衢州航空建设发展空间广阔。

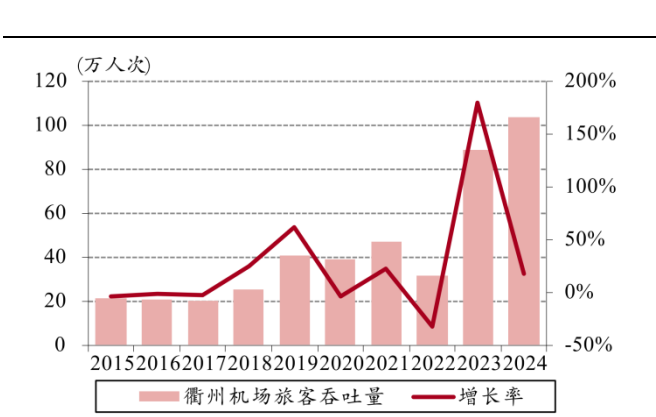
图表 61. 2024 年衢州市与舟山市经济基础和航空发展对比

	衢州市	舟山市
地区生产总值 (亿元)	2,262.83	2,226.2
常住人口 (万人)	229.9	117.6
旅游收入 (亿元)	429.0	387.3
接待旅客 (万人次)	3,932.4	2,274.0
机场旅客吞吐量 (万人次)	103.5	263.3

资料来源：衢州市统计年鉴，舟山市统计年鉴，衢州市政府官网，舟山市政府官网，舟山市文化和广电旅游体育局，航班管家，中银证券

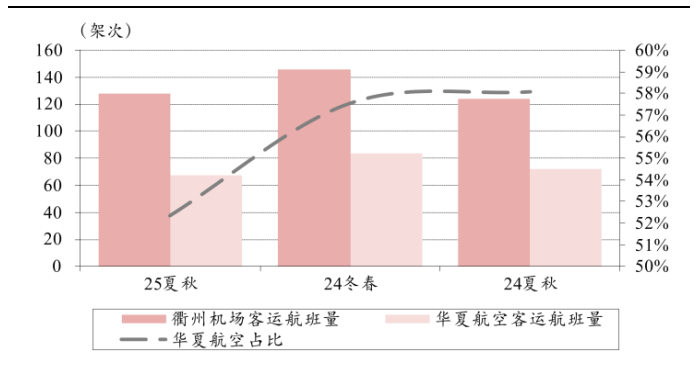
合作后衢州机场旅客吞吐量快速增长。2020 年/2021 年衢州机场旅客吞吐量 38.6 万人次/47.0 万人次，2021 年同比增长 21.78%，疫情后，衢州机场旅客吞吐量快速增长，2023 年增至 88.3 万人次，2024 年首次突破百万，达 103.6 万人次。2025 夏秋航季，衢州机场周航班总量 128 架次，其中由华夏航空执飞 67 架次，占机场航班总量的 52.34%。

图表 62. 2015-2024 年衢州机场旅客吞吐量及同比增长率



资料来源：航班管家，中银证券

图表 63. 24 夏秋航季-25 夏秋航季衢州机场周航班量及华夏航空航班量

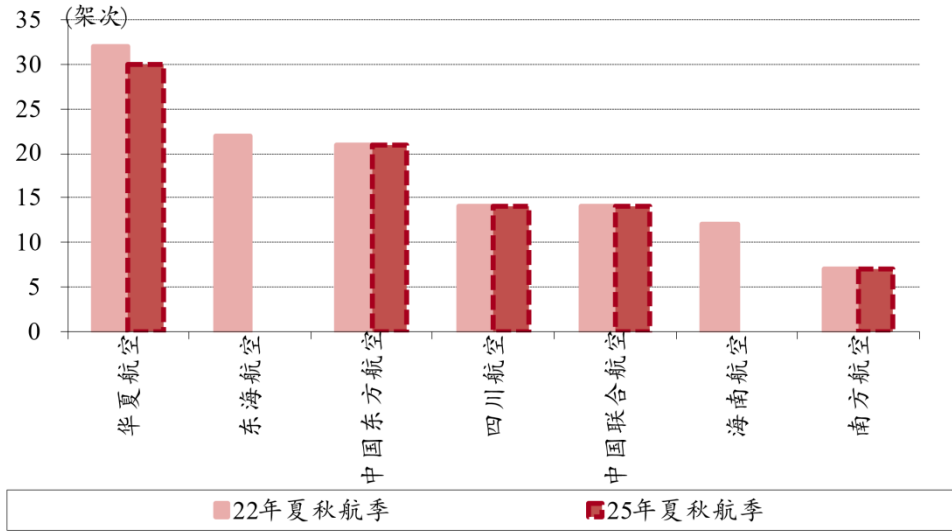


资料来源：航班管家，中银证券

华夏航空与芜湖市政府签订长期航线合作协议。2021 年 12 月 20 日，华夏航空与芜湖空港产业投资发展有限公司签署《CRJ-900NG 飞机买卖协议》，公司计划向芜湖空港产投售后回租 3 架 CRJ-900NG 型飞机，飞机净价 (不含增值税) 合计为人民币 3.56 亿元，增值税由买方 (即芜湖空港产投) 承担，飞机销售价 (含增值税) 合计为人民币 4.02 亿元。华夏航空将逐步投放多架运力进驻芜湖宣城机场，

依托芜宣机场，构建以芜湖为中心的“干支通”立体航空网络，将芜湖打造成区域航空枢纽。截至2022年5月，芜宣机场通航23个城市，华夏航空开通了芜湖至重庆、贵阳、太原、呼和浩特、福州、西安、长沙等航线，覆盖了西南、华南、华北、华中区域主要城市，并通过联程航班辐射周边137个城市，覆盖了国内大部分主要城市。2025年夏秋航季，华夏航空芜宣机场周计划航班量达到30架次。

图表 64. 芜湖宣州航司周计划航班量对比



资料来源：航班管家，中银证券

4 盈利预测与估值

4.1 关键假设

公司航空客运业务在营业收入中占据较大份额，因此营业收入预测主要涉及对公司航空客运供给和需求的判断，2025-2027 年主要假设如下：

- ① 运力供给方面（可用座公里 ASK）：考虑到以下几点：随着公司飞行员的培训速度逐步加快，公司飞行员人数逐步增加，飞行员不足的问题逐步解决；公司空客 A320 机型依次返修，普惠发动机问题逐步解决；未来飞机引进速度较为平稳。我们基于审慎原则，假设公司 2025-2027 年 ASK 分别同比增加 14.00%/13.00%/11.00%。
- ② 客座率方面：受益于文旅需求变化，西部市场的航空需求有所增加，公司运营的支线航线需求有望稳步增加，加之考虑到全国航空出行需求的稳步复苏，我们假设 2025-2027 年客座率分别为 82.00%/82.30%/82.50%。
- ③ 票价水平方面：考虑民航局出台限价令，整治过低票价，加之需求逐步复苏，客座率稳步提升，我们预测公司票价稳步上涨，假设 2025-2027 年客公里收益分别为 0.53/0.54/0.55 元。
- ④ 营业成本及毛利率方面：考虑到公司机队规模逐渐扩张，客座率逐步回升，飞机日利用率上升，我们假设公司 2025-2027 年航空油料成本分别同比增加 12.52%/12.80%/14.48%，非油成本分别同比增加 7.36%/7.76%/9.82%，营业成本分别同比增加 9.16%/9.57%/11.54%，并据此计算得到公司 2025-2027 年毛利率分别为 8.33%/12.89%/14.09%。

4.2 盈利假设

基于以上假设，我们预测华夏航空 2025-2027 年营业收入分别为 78.33/90.31/102.14 亿元，同比增速分别为 16.99%/15.30%/13.10%；实现归母净利润分别为 6.19/9.89/11.97 亿元，PB 分别为 2.5/2.0/1.6 倍。

图表 65. 华夏航空盈利预测及估值

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入（人民币 百万）	5,151	6,696	7,833	9,031	10,214
增长率（%）	94.9	30.0	17.0	15.3	13.1
EBITDA（人民币 百万）	307	988	1,785	2,288	2,553
归母净利润（人民币 百万）	(965)	268	619	989	1,197
增长率（%）	(51.1)	(127.8)	131.1	59.7	21.0
最新股本摊薄每股收益（人民币）	(0.75)	0.21	0.48	0.77	0.94
市盈率(倍)	(10.3)	37.2	16.1	10.1	8.3
市净率(倍)	3.2	3.0	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA(倍)	105.8	36.5	21.5	16.1	13.4
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

注：股价截至 2026 年 4 月 7 日

图表 66. 华夏航空业务拆分及预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ASK 可用座位公里(百万客公里)	8,579.49	6,016.41	11,616.77	15,474.39	17,640.80	19,934.11	22,126.86
yoy(%)	(19.68)	(29.87)	93.08	33.21	14.00	13.00	11.00
RPK 收入客公里(百万客公里)	6,208.29	3,834.32	8,754.63	12,319.44	14,465.46	16,405.77	18,254.66
yoy(%)	(16.55)	(38.24)	128.32	40.72	17.42	13.41	11.27
客座率(%)	72.36	63.73	75.36	79.61	82.00	82.30	82.50
客公里收益(元)	0.59	0.64	0.56	0.53	0.53	0.54	0.55
yoy(%)	(3.46)	8.49	(13.03)	(4.63)	(0.04)	1.89	1.85
航空客运收入(百万元)	3,658.18	2,451.24	4,867.56	6,532.18	7,666.69	8,859.12	10,040.06
yoy(%)	(19.44)	(32.99)	98.58	34.20	17.37	15.55	13.33
可用货运吨公里(百万吨公里)	363.25	262.60	504.89	679.95	734.35	793.09	856.54
yoy(%)	(14.02)	(27.71)	92.27	34.67	8.00	8.00	8.00
货邮载运率(%)	4.31	5.14	2.82	3.35	3.50	3.60	3.60
收入货运吨公里(百万吨公里)	15.66	13.50	14.24	22.78	25.70	28.55	30.84
yoy(%)	(31.63)	(13.79)	5.48	59.98	12.84	11.09	8.00
货运吨公里收益(元)	0.95	0.75	0.77	0.64	0.77	0.78	0.78
yoy(%)	3.72	(20.77)	2.40	(16.31)	19.97	1.30	0.00
航空货运及邮运收入(百万元)	14.80	10.11	10.92	14.62	16.27	22.27	24.05
yoy(%)	(29.08)	(31.69)	8.01	33.88	11.29	36.87	8.00
其他(百万元)	294.43	181.82	272.79	148.80	150.00	150.00	150.00
yoy(%)	77.20	(38.25)	50.03	(45.45)	0.81	0.00	0.00
营业收入合计(百万元)	3,965.02	2,643.17	5,151.27	6,695.60	7,832.96	9,031.39	10,214.11
yoy(%)	(16.21)	(33.34)	94.89	29.98	16.99	15.30	13.10

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 67. 华夏航空毛利率预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,965.02	2,643.17	5,151.27	6,695.60	7,832.96	9,031.39	10,214.11
yoy(%)	(16.14)	(33.34)	94.89	29.98	16.99	15.30	13.10
营业成本(百万元)	3,786.31	3,898.17	5,512.82	6,578.03	7,180.34	7,867.21	8,775.01
yoy(%)	(7.06)	2.95	41.42	19.32	9.16	9.57	11.54
毛利	178.71	(1,255.00)	(361.55)	117.57	652.62	1,164.18	1,439.11
毛利率(%)	4.51	(47.48)	(7.02)	1.76	8.33	12.89	14.09

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

4.3 估值水平

华夏航空最新 PB 值为 2.54 倍 (2026/3/29)。①2018 年以来 PB 均值为 3.43 倍, 当前估值相对历史均值溢价水平为 74.12%。②百分位法: 当前估值处在的百分位 9.10%。(0-20%为极度低估, 20%-40%为低估, 40%-60%为正常, 60%-80%为高估, 80%-100%为极度高估) ③疫情前估值水平 (2019 年 12 月均值) 2.73 倍, 溢出水平 93.10%。

公司基本面已由修复阶段逐步进入业绩兑现阶段, 2024 年及 2025 年前三季度收入与利润均实现明显改善, 经营向上趋势持续得到验证。与此同时, 公司作为国内稀缺的规模化独立支线航空公司, 支线航点覆盖率较高, 独飞航线占比较高, 网络布局与航线资源已形成较强竞争壁垒。往后看, 随着飞机利用率持续提升、单位成本进一步摊薄, 以及支线航空补贴政策逐步优化, 公司盈利能力仍具备进一步释放空间。综合考虑公司基本面修复、行业稀缺性与后续盈利弹性, 且当前 PB 估值仍处于历史中低水平, 首次覆盖, 给予公司 **买入** 评级。

图表 68. 华夏航空估值水平



资料来源: iFind, 中银证券

5 风险提示

5.1 行业风险

(1) 经济周期性风险

航空运输业周期受宏观经济周期的影响较为明显。当经济进入上行周期时，商务往来与外贸活动开始频繁，个人消费水平提升，带动航空出行需求与货邮业务增长，促进航空业的发展；当经济增速减缓或进入下行周期时，商务活动减少，个人收支收紧，乘客可能选择票价相对低廉的替代性交通工具出行，或者减少旅行频率，导致航空出行需求下降。

(2) 季节性风险

航空运输业具有一定的季节性，受到节日、假期和学生寒暑假的影响，我国航空客运的旺季一般出现在春运和7至8月期间；除春运以外的1至3月、6月、11月、12月为淡季；4月、5月、9月、10月为平季。季节性特征使公司的客运服务收入及盈利水平随着季节的变化可能有所不同。

(3) 突发事件风险

航空出行对于安全要求较高，任何重大国际纠纷、战争、恐怖事件、重大安全事故、流行性疫情、地震、雪灾、台风、火山爆发等突发性事件的发生都可能给航空运输业带来重大不利影响。

(4) 竞争风险

公司面临的竞争主要来自与本公司经营相同运输航线的航空公司，对于部分短途航线，火车、长途汽车等替代性交通工具也会对本公司运输业务构成竞争。

(5) 票价修复及客座率提升不及预期风险

公司盈利预测建立在航空出行需求逐步恢复、行业票价秩序改善以及客座率稳步提升的假设基础上。若宏观经济修复弱于预期、居民出行意愿不足、行业运力投放过快导致票价竞争加剧，或公司重点航线客流恢复不及预期，则可能导致票价水平、客座率及单位收益改善幅度低于预期，从而对公司营业收入、利润水平及盈利兑现节奏产生不利影响。

(6) 支线航空补贴政策变化风险

支线航空补贴政策受行业监管导向、财政预算安排及补贴考核规则影响，存在调整不确定性。若未来补贴范围、补贴标准、航段/航点认定口径、拨付节奏或绩效考核要求发生变化，可能导致公司部分航线补贴减少或确认周期延后，进而影响航线培育期的经营确定性与盈利水平。

5.2 经营风险

(1) 航空安全风险

安全飞行是航空公司赖以生存和发展的重要基础，任何重大飞行事故或飞行事故征候都可能降低公众对本公司飞行安全的信任度，使本公司承担包括受伤及遇难旅客的索赔、受损飞机和零部件的修理费用或更换成本。

(2) 航油价格波动风险

航油成本是国内航空公司营业成本中占比最大的项目，因此，航油价格波动成为影响国内航空公司利润水平的主要因素。近年来，受到世界经济、美元汇率、地缘政治与市场投机等多种因素的影响，国际原油价格经历了较大幅度的波动，航油价格也随之发生较大变动。随着国际政治与经济局势越发复杂，未来航油价格走势仍具有较大的不确定性。

(3) 飞行员紧缺风险

航空运输飞机驾驶具有较高的技术性要求，飞行学员通常需经历不少于规定时间的技能培训和飞行小时积累才能成为专业的飞行员。近年来，随着各航空公司机队运力的扩张以及新航空公司的设立，民航业在短期内面临飞行员资源短缺的问题。

(4) 网络、系统故障风险

公司依靠自主研发的电子商务平台实现从前端服务到后台保障的信息化运作，包括直接面向终端消费者的航空分销、订座系统、移动商务系统以及公司内部前端运行与后台保障所需的运行控制系统、结算系统和维修信息系统等。任何网络、系统故障都可能对本公司业务造成不利影响。

(5) 运力投放及机队引进不及预期风险

公司未来业绩增长依赖于运力持续投放、飞机日利用率提升以及机队结构优化。若飞行员培养进度、飞机交付节奏、发动机维修进展、航材保障或排班效率改善不及预期，可能导致公司运力扩张、航班执行效率及成本摊薄效果低于预期，从而影响公司经营业绩。

(6) 机构运力购买及地方合作落地不及预期风险

公司商业模式中，机构运力购买为新开航线及弱需求航线提供了一定托底支持。若未来地方财政承压、机场或地方政府合作意愿下降、相关合作协议续签不及预期、结算周期延长，或运力购买规模低于预期，可能削弱公司部分航线经营的不确定性，并对收入稳定性、现金流及盈利能力产生不利影响。

(7) 通程产品推广及次级枢纽复制不及预期风险

公司通过通程航班、“环飞—串飞”等模式强化干支衔接，提升中转效率与客流组织能力，并推动库尔勒、衢州、芜湖等次级枢纽建设。若跨航司协同、中转便利化保障、机场资源协调、航线培育效果或区域客流导入不及预期，则可能导致通程产品渗透率、次级枢纽复制效率及航线网络优化效果低于预期，进而影响公司中长期成长空间。

(8) 国产机型导入及机队切换风险

公司正逐步推进以 C909 替代部分 CRJ900 机型，并持续优化机队结构。若未来国产机型交付节奏、运行稳定性、维修保障能力、飞行员及机务人员培训进度、航材供应或实际经济性表现不及预期，可能影响公司机队切换效率、运行品质及成本控制效果，从而对公司经营造成不利影响。

5.3 汇率风险

公司部分债务、资产以外币计值。在人民币汇率波动的情况下，以外币计值的资产和负债折算将产生汇兑损益，从而对本公司的财务状况和经营业绩产生一定的影响。此外，公司未来购置飞机、来源于境外的航材等采购成本也会受到汇率波动的影响。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,151	6,696	7,833	9,031	10,214
营业收入	5,151	6,696	7,833	9,031	10,214
营业成本	5,513	6,578	7,180	7,867	8,775
营业税金及附加	16	20	29	33	38
销售费用	239	296	329	379	429
管理费用	267	259	274	316	357
研发费用	23	11	13	15	17
财务费用	593	634	688	695	679
其他收益	528	1,293	1,423	1,494	1,569
资产减值损失	(13)	(2)	0	0	0
信用减值损失	(92)	11	(20)	(20)	(20)
资产处置收益	(2)	25	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	60	60	60
投资收益	1	148	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	(1,078)	374	789	1,266	1,534
营业外收入	5	12	15	15	15
营业外支出	28	14	5	5	5
利润总额	(1,100)	372	799	1,276	1,544
所得税	(135)	104	161	256	310
净利润	(965)	268	639	1,020	1,234
少数股东损益	0	0	19	31	37
归母净利润	(965)	268	619	989	1,197
EBITDA	307	988	1,785	2,288	2,553
EPS(最新股本摊薄, 元)	(0.75)	0.21	0.48	0.77	0.94

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,076	5,181	5,165	7,788	10,097
现金及等价物	1,920	1,659	2,121	3,432	6,150
应收帐款	895	1,026	1,221	1,370	1,561
应收票据	4	9	7	11	9
存货	194	236	233	281	292
预付账款	188	172	221	210	271
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	875	2,077	1,362	2,484	1,814
非流动资产	14,103	15,518	16,512	15,399	14,226
长期投资	5	3	153	233	313
固定资产	3,012	2,638	3,782	4,075	4,168
无形资产	178	101	81	70	58
其他长期资产	10,908	12,775	12,496	11,020	9,686
资产合计	18,179	20,698	21,677	23,187	24,323
流动负债	5,752	6,271	4,738	5,097	5,064
短期借款	2,077	2,579	1,000	1,000	1,000
应付账款	554	657	665	783	832
其他流动负债	3,121	3,035	3,073	3,314	3,231
非流动负债	9,340	11,069	12,943	13,074	13,009
长期借款	1,783	1,939	4,600	4,600	4,600
其他长期负债	7,556	9,130	8,343	8,474	8,409
负债合计	15,092	17,340	17,681	18,171	18,072
股本	1,278	1,278	1,278	1,278	1,278
少数股东权益	0	0	19	50	87
归属母公司股东权益	3,088	3,358	3,977	4,967	6,164
负债和股东权益合计	18,179	20,698	21,677	23,187	24,323

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	36,370	34,166	36,989	40,004	43,298
折旧摊销	5,430	5,957	6,614	6,738	6,804
营运资金变动	(1,564)	(1,897)	4,624	(6,799)	6,489
其它	(5,439)	(4,325)	414	(6,011)	(577)
经营活动现金流	34,797	33,901	48,642	33,932	56,015
资本支出	(9,970)	(15,202)	(1,181)	(1,184)	(1,188)
投资变动	(10,465)	(1,581)	82	82	82
其他	(6,337)	(4,884)	1,905	1,925	1,925
投资活动产生的现金流	(26,773)	(21,667)	806	823	819
银行借款	(1,521)	1,745	(2,037)	0	0
股权融资	(13,423)	(14,343)	(12,612)	(12,612)	(12,612)
其他	1,682	993	637	978	1,421
筹资活动现金流	(13,262)	(11,604)	(14,012)	(11,634)	(11,191)
净现金流	(5,238)	629	35,435	23,121	45,643

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(4.7)	10.0	8.0	8.0	5.0
营业利润增长率(%)	(6.8)	9.2	8.3	8.3	5.6
归属于母公司净利润增长率(%)	4.6	(5.3)	7.9	8.2	8.2
息税前利润增长(%)	(0.9)	(5.9)	11.7	8.0	8.0
息税折旧前利润增长(%)	(0.5)	(4.0)	11.7	7.2	7.1
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(5.3)	7.9	8.2	8.2	5.5
获利能力					
息税前利润率(%)	23.3	23.1	23.4	23.4	23.4
营业利润率(%)	26.3	25.7	25.5	25.5	25.6
毛利率(%)	29.2	29.6	30.0	30.0	30.0
归母净利润率(%)	19.9	19.8	19.4	19.4	19.5
ROE(%)	21.7	18.1	17.3	16.6	16.0
ROIC(%)	17.8	14.7	14.8	14.3	13.7
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
净负债权益比	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.6)
流动比率	4.7	3.8	5.5	6.4	7.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	142.2	93.8	93.8	93.8	93.8
应付账款周转率	29.2	29.1	29.2	29.2	29.2
费用率					
销售费用率(%)	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0
管理费用率(%)	2.4	3.0	3.0	3.0	3.0
研发费用率(%)	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8
财务费用率(%)	(0.9)	(0.8)	(0.2)	(0.5)	(0.7)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.6	6.3	6.8	7.3	7.9
每股经营现金流(最新摊薄)	6.6	6.4	9.2	6.4	10.6
每股净资产(最新摊薄)	30.5	34.7	39.1	44.0	49.5
每股股息					
估值比率					
P/E(最新摊薄)	4.3	4.5	4.2	3.9	3.6
P/B(最新摊薄)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	2.1	2.1	1.1	0.6	(0.2)
价格/现金流(倍)	4.3	4.4	3.1	4.4	2.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371