

# 华夏航空 (002928.SZ)

## 盈利高增延续，支线优势持续兑现

### 核心观点：

- **全年业绩稳健增长，一季度盈利持续高增。**公司发布 2025 年报与 2026 年一季报。2025 年实现营业总收入 74.56 亿元，yoy+11.36%；叠加财务费用同比下滑 25.18%，其他收益（主要为航线补贴）同比增长 31.25%，归母净利润录得 6.26 亿元，yoy+133.57%；2025 全年毛利率为 2.20%，同比上升 0.45 个百分点，净利率为 8.39%，同比上升 4.39 个百分点。2026 年 Q1 实现营业总收入 18.24 亿元，yoy+2.80%；财务费用下降叠加其他收益增长，录得归母净利润 1.34 亿元，yoy+63.51%；净利率为 7.35%，同比上升 2.73 个百分点。
- **供需结构持续优化，支线网络壁垒加深，经营指标全面向好。**供需端，2025 年公司净增 5 架飞机，推动总供给/需求同比提升 15.51%/20.75%，客座率同比提升 3.62 个百分点至 83.23%；26 年 Q1 供需同比分别增加 1.18%/5.98%，客座率同比提升 3.78 个百分点至 83.53%。收益端，经测算，25 全年单位座/客公里收益同比下降 2.81%/7.03%，26Q1 单位座/客公里收益同比变化+1.60%/-3.00%，票价虽仍承压，但运力投放与客流修复节奏匹配。成本端，受益于 25 年国际油价呈现宽幅震荡下行趋势，25 年单位 ASK 航油成本同比下降 10.37%；受起降、人工、折旧费用分别上升 18.5%/15.1%/10.3%影响，以及运力提升摊薄固定成本的双向影响，单位扣油成本微降 0.64%，单位 ASK 营业成本为 0.43 元，同比下降 4.03%；26Q1 单位 ASK 营业成本同比增长 2.61%，我们分析或因飞机处置计划提前，维修成本上涨。
- **盈利预测与投资建议。**作为支线航司的引领者，华夏航空具有错位竞争的格局优势与扎实的市场运营能力。我们预测，未来三年公司归母净利润分别为 3.45/6.94/10.61 亿元；参考可比公司，给予公司 26 年 35 倍 PE 估值，对应合理价值 9.44 元/股。维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济下行；油汇波动；安全与运营风险等。

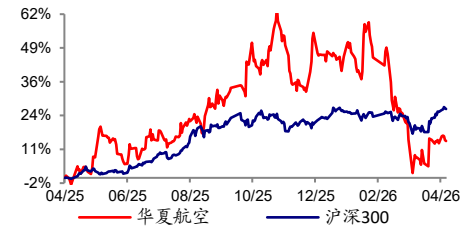
### 盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,696	7,456	9,323	10,057	10,806
增长率 (%)	30.0%	11.4%	25.0%	7.9%	7.4%
EBITDA	2,272	2,809	2,089	2,556	2,998
归母净利润	268	626	345	694	1,061
增长率 (%)	-127.8%	133.6%	-44.9%	101.1%	52.9%
EPS (元/股)	0.21	0.49	0.27	0.54	0.83
市盈率 (P/E)	37.0	22.6	31.5	15.7	10.3
ROE (%)	8.0%	16.2%	8.2%	14.1%	17.8%
EV/EBITDA	5.6	6.5	6.9	5.8	4.9

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	8.51 元
合理价值	9.44 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-27

### 相对市场表现



### 分析师：

许可  
 SAC 执证号：S0260523120004  
 SFC CE No. BUY008  
 0755-88285832  
 xuke@gf.com.cn

### 分析师：

陈宇  
 SAC 执证号：S0260524100002  
 SFC CE No. BLW740  
 021-38003771  
 shchenyu@gf.com.cn

### 相关研究：

- 华夏航空 (002928.SZ) :Q3 2025-10-31 业绩稳健增长，利润弹性持续释放
- 华夏航空 (002928.SZ) :Q2 2025-09-04 业绩同环比均改善，盈利弹性逐渐释放
- 华夏航空 (002928.SZ) :Q1 2025-04-27 业绩超预期，看好公司长期潜力

## 一、盈利预测与投资建议

运力层面，公司2024-2025年ASK同比增长33.21%、15.51%，结合机队引进、发动机维修进度以及高油价下日利用率恢复节奏，2026-2028年预计同比增长11.69%/11.27%/5.93%，运力投放延续稳健扩张态势。

需求层面，客座率预计维持稳定，RPK增速与ASK增速基本匹配，体现出公司航线网络的需求韧性与精细化运营能力。

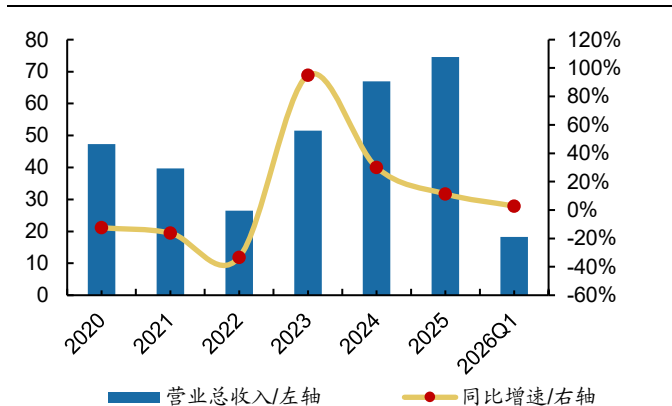
收入层面，2026年航空客运收入预计同比增长25.36%，主要受益于运力扩张与票价弹性释放，2027-2028年保持稳健，增长动能持续夯实。

成本层面，2026年受油价等因素影响单位成本预计同比+26.67%，2027-2028年油价中枢有望逐步回落，叠加维修费用压力边际缓解，预计总营业成本增速回落至3.96%/4.00%，成本管控能力为公司盈利弹性提供坚实支撑。

综上，我们预计未来三年归母净利润分别为3.45/6.94/10.61亿元。

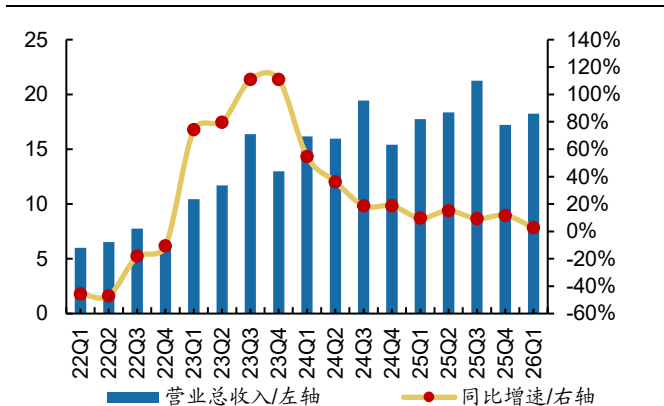
我们选取中国国航、中国东航、吉祥航空、春秋航空及海航控股作为可比公司，覆盖干线、低成本及全服务航司，全面反映国内航空业估值水平与成长属性。我们认为华夏航空作为国内唯一规模化支线航司，受益于下沉市场出行需求释放与“干支通、全网联”政策红利，长期成长空间广阔，叠加其独飞航线与政府补贴构筑的稳定现金流，盈利修复节奏领先行业，因此给予公司2026年35倍PE估值，对应合理价值9.44元/股。维持“买入”评级。

图1 公司累计营业总收入（亿元）及同比增速（%）



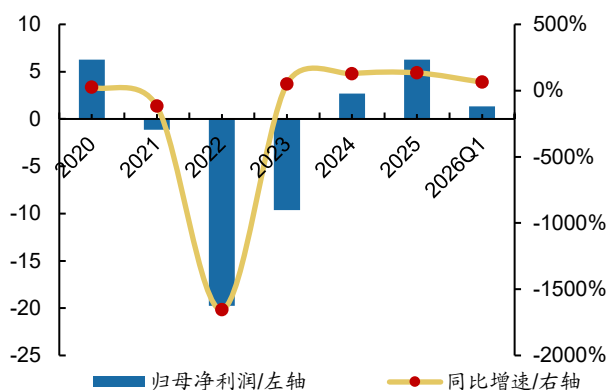
资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2 公司单季度营业总收入（亿元）及同比增速（%）



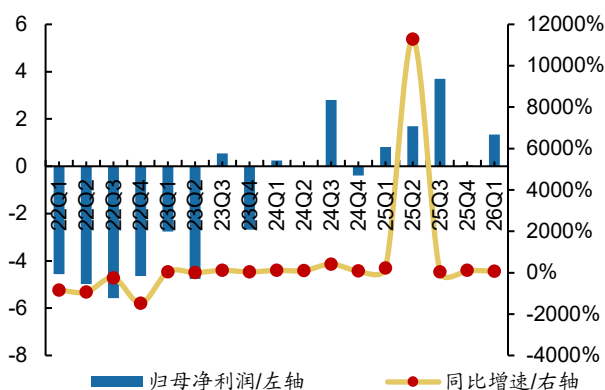
资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图3 公司累计归母净利润（亿元）及同比增速（%）



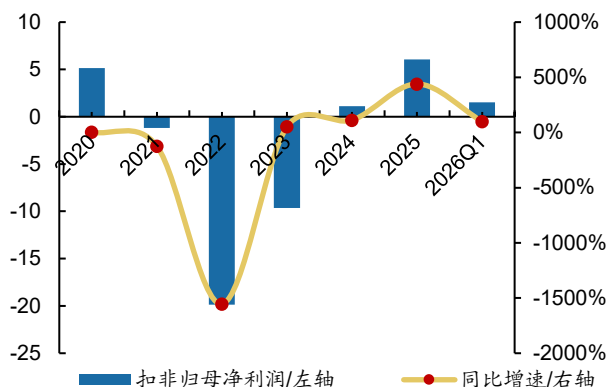
资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4 公司单季度归母净利润（亿元）及同比增速（%）



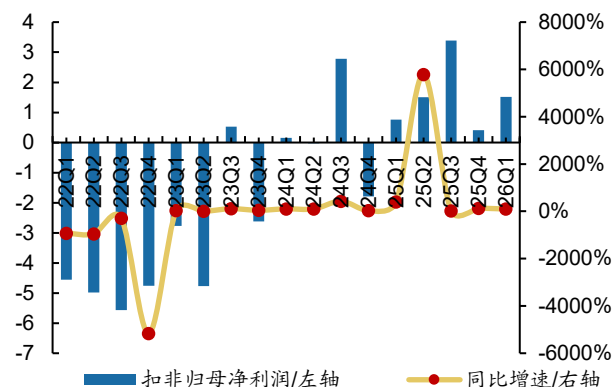
资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图5 公司累计扣非归母净利润（亿元）及同比增速（%）



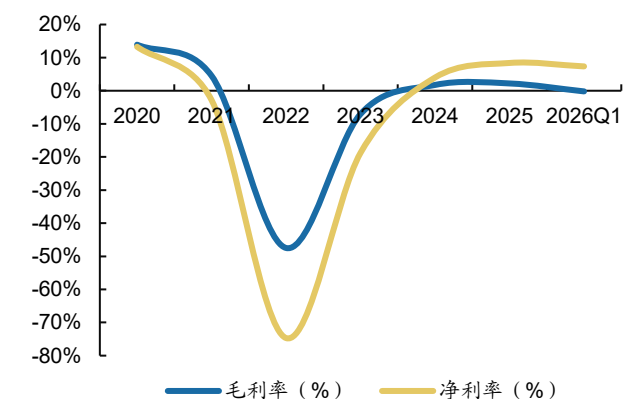
资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图6 公司单季度扣非归母净利润（亿元）及同比增速（%）



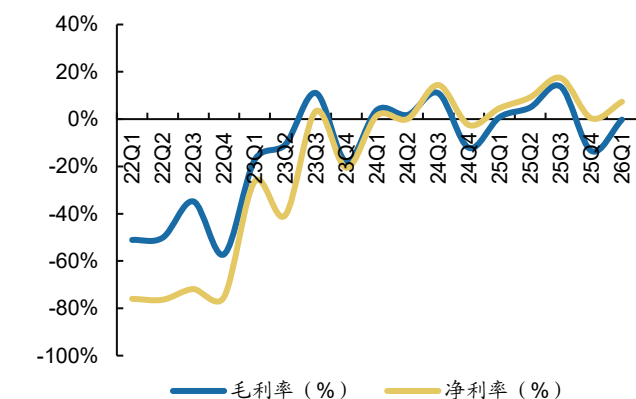
资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图7 公司累计毛利率和净利率（%）



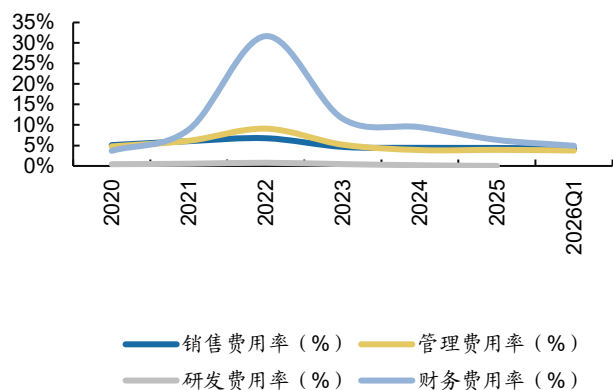
资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图8 公司单季度毛利率和净利率（%）



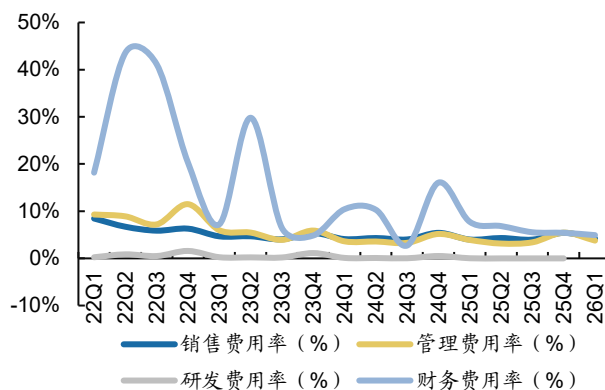
资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图9 公司累计期间费用率 (%)



资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图10 公司单季度期间费用率 (%)



资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表1: 关键数据假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
可用座公里(ASK 百万座公里)	15,474	17,874	19,963	22,214	23,531
YOY	33.21%	15.51%	11.69%	11.27%	5.93%
旅客周转量(RPK 百万客公里)	12,138	14,745	16,374	18,335	19,535
YOY	39.41%	21.48%	11.04%	11.98%	6.55%
客座率(PL/F)	79.60%	83.32%	82.82%	83.32%	83.82%
YOY	4.22%	3.72%	-0.50%	0.50%	0.50%
航空客运收入 (百万 CNY)	6,532	7,333	9,193	9,921	10,666
YOY	34.20%	12.26%	25.36%	7.91%	7.51%
营业成本 (百万 CNY)	6,476	7,207	9,129	9,490	9,870
YOY	21.89%	11.28%	26.67%	3.96%	4.00%
归母净利润 (百万 CNY)	268	626	345	694	1,061
%营业收入	4.00%	8.39%	3.70%	6.90%	9.82%

资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 2: 可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)		PB (倍)	
			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
603885.SH	吉祥航空	258.59	0.99	1.18	17.84	11.91	5.45	6.19	1.91	1.64
600115.SH	中国东航	930.92	0.34	0.39	35.33	13.08	1.91	2.21	2.00	1.87
601021.SH	春秋航空	471.75	3.19	3.82	20.05	15.13	20.60	23.03	2.09	1.92
601111.SH	中国国航	1,059.07	0.47	0.55	39.22	14.47	2.84	3.27	2.07	1.94
600221.SH	海航控股	623.18	0.08	0.13	29.45	17.50	0.22	0.29	4.97	3.47

资料来源：ifind，广发证券发展研究中心

注：盈利预测来自 ifind 预期，统计截至 4.26 号

## 二、风险提示

**宏观经济与出行需求波动风险：**若宏观经济增速不及预期、居民消费意愿走弱，或出现疫情、地缘冲突等突发公共事件，航空出行需求可能承压，导致公司客座率、票价水平低于预期，进而影响收入与盈利。

**航油价格与汇率波动风险：**航油为航空业核心成本项，若国际油价大幅上涨，将直接推高公司营业成本；同时，人民币汇率波动会影响航油采购、飞机租赁等外币负债的汇兑损益，对盈利造成扰动。

**安全与运营风险：**航空安全事故、极端天气、空域管制等因素可能导致航班延误、取消，影响公司运营效率与品牌口碑，进而对经营业绩产生不利影响。

## 资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产总额</b>	<b>5,181</b>	<b>6,242</b>	<b>6,034</b>	<b>6,020</b>	<b>6,428</b>
货币资金	1,659	1,816	1,819	1,546	1,689
应收及预付	1,208	1,484	1,712	1,836	1,963
存货	236	289	365	379	394
其他	2,077	2,652	2,139	2,260	2,383
<b>非流动资产总额</b>	<b>15,518</b>	<b>17,568</b>	<b>18,430</b>	<b>19,262</b>	<b>20,062</b>
长期股权投资	1	0	0	0	0
固定资产	2,638	4,389	5,370	6,296	7,169
在建工程	1,091	1,099	1,322	1,544	1,768
使用权资产	10,088	10,341	10,018	9,716	9,436
无形资产	101	95	90	84	79
其他	1,599	1,643	1,632	1,621	1,609
<b>资产总额</b>	<b>20,698</b>	<b>23,810</b>	<b>24,465</b>	<b>25,283</b>	<b>26,491</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>6,271</b>	<b>7,568</b>	<b>6,883</b>	<b>7,633</b>	<b>8,406</b>
短期借款	2,579	2,969	1,477	2,093	2,724
应付及预收	893	1,642	2,073	2,160	2,252
其他	2,798	2,957	3,333	3,380	3,429
<b>非流动负债总额</b>	<b>11,069</b>	<b>12,375</b>	<b>13,371</b>	<b>12,745</b>	<b>12,119</b>
长期借款	1,939	2,935	3,930	3,304	2,679
应付债券	0	0	0	0	0
其他	9,130	9,441	9,441	9,441	9,441
<b>负债总额</b>	<b>17,340</b>	<b>19,944</b>	<b>20,254</b>	<b>20,378</b>	<b>20,525</b>
股本	1,278	1,278	1,278	1,278	1,278
其他	2,080	2,588	2,933	3,627	4,687
归母权益合计	3,358	3,866	4,211	4,905	5,966
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	<b>20,698</b>	<b>23,810</b>	<b>24,465</b>	<b>25,283</b>	<b>26,491</b>

## 利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>6,696</b>	<b>7,456</b>	<b>9,323</b>	<b>10,057</b>	<b>10,806</b>
营业成本	6,578	7,292	9,216	9,579	9,960
营业税金及附加	20	15	18	20	21
销售费用	296	328	412	448	448
管理费用	259	293	378	407	424
研发费用	11	0	36	15	11
财务费用	634	474	561	561	511
资产信用减值损失	9	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	148	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>374</b>	<b>721</b>	<b>438</b>	<b>874</b>	<b>1,332</b>
营业外收支	-2	5	-7	-7	-7
利润总额	372	726	431	867	1,326
所得税费用	104	100	86	173	265
<b>合并净利润</b>	<b>268</b>	<b>626</b>	<b>345</b>	<b>694</b>	<b>1,061</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>268</b>	<b>626</b>	<b>345</b>	<b>694</b>	<b>1,061</b>
EPS (元/股)	0.21	0.49	0.27	0.54	0.83

## 现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1,810</b>	<b>2,521</b>	<b>2,954</b>	<b>2,190</b>	<b>2,578</b>
合并净利润	268	626	345	694	1,061
折旧摊销	1,448	1,583	1,040	1,071	1,104
营运资金变动	-436	-262	1,017	-125	-124
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>90</b>	<b>-1,842</b>	<b>-1,126</b>	<b>-1,953</b>	<b>-1,954</b>
资本性开支	-181	-2,182	-1,903	-1,903	-1,904
投资	271	340	0	0	0
其他	0	0	776	-50	-50
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-2,168</b>	<b>-1,049</b>	<b>-999</b>	<b>-510</b>	<b>-482</b>
股本融资	13	0	0	0	0
债权融资	-121	1,487	-497	-10	6
股利分配与偿付利息	-203	-201	-502	-500	-488
其他	-1,856	-2,336	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-262</b>	<b>-375</b>	<b>829</b>	<b>-273</b>	<b>143</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,627</b>	<b>1,365</b>	<b>990</b>	<b>1,819</b>	<b>1,546</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,365</b>	<b>990</b>	<b>1,819</b>	<b>1,546</b>	<b>1,689</b>

## 主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	30.0%	11.4%	25.0%	7.9%	7.4%
营业利润增长率	-134.7%	92.8%	-39.3%	99.6%	52.5%
归母净利增长率	-127.8%	133.6%	-44.9%	101.1%	52.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	1.8%	2.2%	1.1%	4.8%	7.8%
净利率	4.0%	8.4%	3.7%	6.9%	9.8%
ROE	8.0%	16.2%	8.2%	14.1%	17.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	83.8%	83.8%	82.8%	80.6%	77.5%
有息负债率	21.8%	24.8%	22.1%	21.3%	20.4%
流动比率	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
利息保障倍数	1.4	2.2	2.1	3.0	3.9
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.0	6.5	6.5	6.5	6.5
存货周转率	27.9	25.3	25.3	25.3	25.3
应付账款周转率	10.0	9.2	9.2	9.2	9.2
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.21	0.49	0.27	0.54	0.83
每股净资产	2.63	3.02	3.29	3.84	4.67
每股经营现金流	1.42	1.97	2.31	1.71	2.02
<b>估值比率</b>					
PE	37.0	22.6	31.5	15.7	10.3
PB	3.0	3.7	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	5.6	6.5	6.9	5.8	4.9

## 广发交通运输行业研究小组

- 许可：首席分析师，西南财经大学硕士，7年证券从业经验，2年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。
- 陈宇：联席首席分析师，南开大学本硕，7年交运行业研究经验，1年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。
- 周延宇：资深分析师，毕业于兰州大学，5年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 李然：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5年交运行业研究经验，深耕海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并提供产业链景气度验证，主攻航运板块。
- 钟文海：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。

## 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。