

华夏航空 (002928.SZ)

补贴增厚业绩，盈利持续高增长

公司公告 2025 年及 2026 一季度业绩，2025 年公司实现营业收入 74.6 亿元，同比增长 11.4%，归母净利润 6.3 亿元，同比增加 3.6 亿元，扣非归母净利润 6.1 亿元，同比增加 4.9 亿元。2026 一季度公司实现营业收入 18.2 亿元，同比增长 2.8%，归母净利润 1.3 亿元，同比增加 0.5 亿元，扣非归母净利润 1.5 亿元，同比增加 0.8 亿元。

- **受益其他收益及财务费用改善，盈利同比大增。**2025 年，公司实现营业收入 74.6 亿元，同比增长 11.4%，受益于其他收益同比增加 4 亿元及财务费用同比减少 1.6 亿元，公司实现归母净利润 6.3 亿元，同比增加 3.6 亿元，扣非归母净利润 6.1 亿元，同比增加 4.9 亿元。2026 一季度公司实现营业收入 18.2 亿元，同比增长 2.8%，受益于其他收益同比增加 0.7 亿元及财务费用同比减少 0.5 亿元，公司实现归母净利润 1.3 亿元，同比增加 0.5 亿元，扣非归母净利润 1.5 亿元，同比增加 0.8 亿元。
- **运量稳健增长，客座率同比改善。**总体运营上看，受益于国内中小城市及支线旅游等需求的持续增长，公司旅客运输量持续提升。**2025 年**公司 ASK/RPK 分别同比+15.5%/+20.8%，1) 国内 ASK/RPK 分别同比+16.1%/+21.5%，2) 国际 ASK/RPK 分别同比-21.8%/-27.9%，3) 总体/国内/国际客座率分别为 83.2%/83.3%/74.4%，同比分别+3.6%/+3.7%/-6.4pct。**26Q1**公司 ASK/RPK 分别同比+1.2%/+6%，1) 国内 ASK/RPK 分别同比+2%/+6.6%，2) 国际 ASK/RPK 分别同比-60.5%/-48.8%，3) 总体/国内/国际客座率分别为 83.5%/83.5%/86.4%，同比分别+3.8%/+3.6%/+19.7pct。
- **座收企稳回升，单位成本上涨毛利短期承压。**从具体营收成本端分析，**收入端**看，公司 25 年单位座公里收入（营业收入/ASK）为 0.417 元，同比下降 3.6%，主要系受部分支线政府相关收入从营业收入切换至其他收益的会计口径变化所致；26Q1 单位座公里收入为 0.414 元，同比增长 1.6%。**成本端**看，公司 25 年单位座公里成本为 0.408 元，同比下降 4%，主要系受公司新接收 2 架 A320 及机队利用率提升对单位成本的摊薄，再叠加 25 年航油价格同比下降的影响；26Q1 单位座公里成本为 0.415 元，同比增长 2.6%，主要系受维修及人工成本上升的影响。**利润端**看，公司 25 年实现毛利润 1.6 亿元，同比增加 0.47 亿元，26Q1 毛利润亏损 0.04 亿元，同比转亏（25Q1 为盈利 0.14 亿元）。
- **财务费用显著压降，其他收益高增。**2025 年及 26Q1 公司四项费用合计为 11、2.4 亿元，同比分别下降 8.8%、15.4%，其中财务费用受益于人民币升值降显著，25 年及 26Q1 分别为 4.7、0.9 亿元，同比分别下降 25.2%、34.6%。2025 年及 26Q1 公司其他收益为 17、4.4 亿元，同比分别增长 31.2%、20.4%，主要系会计确认口径调整，以及公司增加支线补贴范围内的航班量，政府补助相关的收益显著提升。
- **投资建议：高油价下短期利润承压，看好支线龙头错位竞争优势。**短期看，高油价与机构采购价调整滞后对盈利形成压力，且公司运力受发动机返场维修影响增速将有所放缓。中长期看，公司打造特色网络布局，错位竞争优势有望显现，受益于利用率提升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。考虑到燃油成本攀升及机构采购价调整滞后的影响，

增持（维持）

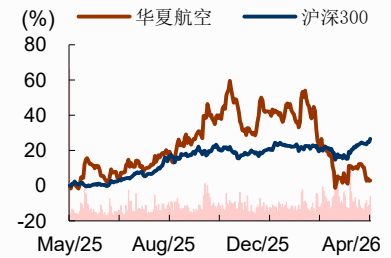
周期/交通运输
目标估值：NA
当前股价：7.94 元

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）	10.1
流通市值（十亿元）	10.1
每股净资产（MRQ）	3.1
ROE（TTM）	17.0
资产负债率	83.5%
主要股东	华夏航空控股(深圳)有限公
主要股东持股比例	23.41%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-28	9
相对表现	-11	-32	-19



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《华夏航空（002928）—Q3 利润高增长，单位成本持续优化》2025-11-10
- 2、《华夏航空（002928）—聚焦支线市场，盈利大幅增长》2025-09-09
- 3、《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

我们下调公司 2026-28 年归母净利润预期 3.4/9.7/10.5 亿元，公司目前股价对应 2026-28 年市盈率分别为 29.5/10.5/9.7 倍，维持公司“增持”投资评级。

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

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	6696	7456	8578	9640	10325
同比增长	30%	11%	15%	12%	7%
营业利润(百万元)	374	721	425	1251	1356
同比增长	-135%	93%	-41%	195%	8%
归母净利润(百万元)	268	626	344	967	1048
同比增长	-128%	134%	-45%	181%	8%
每股收益(元)	0.21	0.49	0.27	0.76	0.82
PE	37.9	16.2	29.5	10.5	9.7
PB	3.0	2.6	2.4	2.0	1.6

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	5181	6242	5990	6745	6661
现金	1659	1816	870	1045	552
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	9	6	7	8	9
应收款项	1026	1262	1451	1631	1747
其它应收款	1765	2043	2350	2641	2829
存货	236	289	348	361	389
其他	485	826	963	1059	1136
非流动资产	15518	17568	18903	20125	21241
长期股权投资	1	0	0	0	0
固定资产	2638	4389	5962	7375	8644
无形资产商誉	101	95	85	77	69
其他	12777	13084	12856	12673	12527
资产总计	20698	23810	24894	26870	27901
流动负债	6271	7568	8308	9317	9300
短期借款	2579	2969	5493	6431	6255
应付账款	736	1524	1839	1906	2052
预收账款	157	118	142	147	159
其他	2798	2957	833	833	834
长期负债	11069	12375	12375	12375	12375
长期借款	1939	2935	2935	2935	2935
其他	9130	9441	9441	9441	9441
负债合计	17340	19944	20684	21693	21676
股本	1278	1278	1278	1278	1278
资本公积金	3248	3130	3130	3130	3130
留存收益	(1168)	(542)	(199)	769	1817
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3358	3866	4210	5177	6226
负债及权益合计	20698	23810	24894	26870	27901

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1810	2521	(706)	(298)	(43)
净利润	268	626	344	967	1048
折旧摊销	350	375	684	797	903
财务费用	628	469	488	503	518
投资收益	(148)	0	(1869)	(2056)	(2262)
营运资金变动	638	980	(353)	(509)	(250)
其它	73	71	0	0	0
投资活动现金流	90	(1842)	(149)	38	243
资本支出	(298)	(2372)	(2019)	(2019)	(2019)
其他投资	389	530	1869	2056	2262
筹资活动现金流	(2168)	(1049)	(90)	434	(694)
借款变动	(3110)	(768)	398	937	(176)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	(118)	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	940	(163)	(488)	(503)	(518)
现金净增加额	(268)	(370)	(946)	174	(493)

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6696	7456	8578	9640	10325
营业成本	6578	7292	8803	9121	9822
营业税金及附加	20	15	17	19	20
营业费用	296	328	377	424	464
管理费用	259	293	337	379	406
研发费用	11	0	1	1	1
财务费用	634	474	488	503	518
资产减值损失	35	(31)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1293	1698	1869	2056	2262
投资收益	148	(0)	0	0	0
营业利润	374	721	425	1251	1356
营业外收入	12	7	7	7	7
营业外支出	14	2	2	2	2
利润总额	372	726	430	1256	1362
所得税	104	100	86	289	313
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	268	626	344	967	1048

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	30%	11%	15%	12%	7%
营业利润	-135%	93%	-41%	195%	8%
归母净利润	-128%	134%	-45%	181%	8%
获利能力					
毛利率	1.8%	2.2%	-2.6%	5.4%	4.9%
净利率	4.0%	8.4%	4.0%	10.0%	10.2%
ROE	8.3%	17.3%	8.5%	20.6%	18.4%
ROIC	5.5%	9.4%	6.0%	9.9%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	83.8%	83.8%	83.1%	80.7%	77.7%
净负债比率	32.2%	33.7%	33.9%	34.9%	32.9%
流动比率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	30.6	27.8	27.6	25.7	26.2
应收账款周转率	6.9	6.5	6.3	6.2	6.1
应付账款周转率	10.1	6.5	5.2	4.9	5.0
每股资料(元)					
EPS	0.21	0.49	0.27	0.76	0.82
每股经营净现金	1.42	1.97	-0.55	-0.23	-0.03
每股净资产	2.63	3.02	3.29	4.05	4.87
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	37.9	16.2	29.5	10.5	9.7
PB	3.0	2.6	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	24.2	20.8	19.0	11.9	10.9

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。