

华夏航空 (002928) 2022 年报及 2023 年一季报点评

23Q1 亏损 2.8 亿，同比减亏，当前运力恢复约 8 成，看好支线龙头逆境破局

❖ **2022 年年报：全年亏损 19.7 亿。1) 2022 年：营收 26.4 亿，同比-33.3%，较 19 年同比-51.1%，其中客运收入 24.5 亿，同比-33.0%，22 年亏损 19.7 亿（21 年同期调整后亏损 1.2 亿，调整前亏损 1.0 亿），扣非后亏损 19.9 亿。2) 分季度：Q4 营收 6.1 亿，同比-10.7%，较 19 年同比-55.3%；Q4 亏损 4.6 亿（21 年同期盈利 0.3 亿），扣非亏损 4.8 亿，Q1-Q4 扣非净利分别为-4.5、-5.0、-5.6 和-4.8 亿。3) 其他收益：22 年全年 3.6 亿，主要为航线补贴，21 年调整后为 5.8 亿，调整前 6.0 亿，同比下滑主要系受航班量减少所致。4) 汇兑损益：22 年全年人民币贬值 9.2%，实现汇兑亏损 3.4 亿，测算 Q4 汇兑亏损 0.2 亿。**

经营数据：1) 2022 年：ASK 同比-29.9%，较 19 年同比-45.5%；RPK 同比-38.2%，较 19 年同比-56.9%；客座率 63.7%，同比-8.6pts，较 19 年同比-16.9pts；2) Q4：ASK 同比-6.8%，较 19 年同比-58.6%；RPK 同比-30.0%，较 19 年同比-73.3%，客座率 52.3%，同比-17.4pts，较 19 年同比-28.6pts。

收益水平：1) 2022 年客公里收益为 0.64 元，同比+8.5%，较 19 年同比+8.0%；座公里收益 0.41 元，同比-4.4%，较 19 年同比-14.7%；2) 测算 Q4 客公里收益 0.81 元，同比+32.5%，较 19 年同比+47.6%，座公里收益 0.42 元，同比-0.5%，较 19 年同比-4.7%。

成本费用：1) 成本：2022 年营业成本 39.0 亿，同比+3.0%，测算座公里成本 0.65 元，同比+46.8%，较 19 年+51.7%，其中单位航油成本同比+66.5%，较 19 年同比+30.6%，单位扣油成本同比+40.7%，较 19 年同比+61.3%。2) 费用：全年扣汇三费合计 9.2 亿，同比+1.6%，扣汇三费率 34.7%，同比提升 11.9pts。

❖ **23 年一季报：Q1 亏损 2.8 亿，同比减亏。1) 财务数据：23Q1 营收 10.4 亿，同比+74.2%，较 19 年同比-16.4%；23Q1 亏损 2.8 亿（22Q1 亏损 4.5 亿），扣非亏损 2.8 亿；2) 经营数据：ASK 同比+53.8%，较 19 年同比-0.1%；RPK 同比+60.6%，较 19 年同比-12.7%；客座率 70.6%，同比提升 3.0pts，较 19 年同比-10.2pts；3) 收益水平：测算 23Q1 客公里收益 0.59 元，同比+8.5%，较 19 年同比-7.5%，座公里收益 0.42 元，同比+13.2%，较 19 年同比-19.2%。4) 单位成本：座公里成本 0.52 元，同比-12.1%，较 19 年+12.9%。5) 扣汇三费：Q1 为 2.4 亿，同比+4.2%。**

❖ **投资建议：1) 盈利预测：基于公司运力恢复进度，我们调整 23-24 年盈利预测分别为预计盈利 3.8 亿、9.7 亿（原预测为盈利 6.0 亿、11.0 亿），同时引入 2025 年盈利预测为预计盈利 12.9 亿，对应 EPS 分别为 0.30、0.76 和 1.01 元，PE 分别为 36、14 和 11 倍。2) 投资建议：我们认为覆盖 10 亿+级别人口的下沉市场孕育着极大的潜在机会和空间，华夏航空作为细分市场龙头，在深入理解支线航空市场特点和需求痛点基础上，着力打造的与国内支线市场相适应的商业模式和创新能力，具备极强的竞争力。我们测算，公司当前运力已恢复至 19 年同期约 8 成，预计运力投放步入正轨后将维持 20%+的复合增速，维持估值方式，依据公司正常增速下，给予 2024 年 20 倍 PE，对应目标市值 195 亿，给予目标价 15.2 元，较当前市值 41%空间，强调“强推”评级。**

❖ **风险提示：经济大幅下滑、人民币大幅贬值、油价大幅上涨。**

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	2,643	5,976	8,163	10,042
同比增速(%)	-33.3%	126.1%	36.6%	23.0%
归母净利润(百万)	-1,974	381	974	1,293
同比增速(%)	-1,653.8%	119.3%	155.7%	32.8%
每股盈利(元)	-1.54	0.30	0.76	1.01
市盈率(倍)	-7	36	14	11
市净率(倍)	3.4	3.1	2.6	2.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

强推 (维持)

目标价：15.2 元

当前价：10.83 元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：吴莹莹

邮箱：wuyingying@hcyjs.com

执业编号：S0360522100002

证券分析师：周儒飞

邮箱：zhouweif@hcyjs.com

执业编号：S0360522070003

联系人：吴晨玥

邮箱：wuchenyue@hcyjs.com

联系人：黄文鹤

电话：010-63214633

邮箱：huangwenhe@hcyjs.com

联系人：梁婉怡

邮箱：liangwanyi@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	127,824.15
已上市流通股(万股)	101,356.76
总市值(亿元)	138.43
流通市值(亿元)	109.77
资产负债率(%)	78.68
每股净资产(元)	2.95
12 个月内最高/最低价	13.96/9.90

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《华夏航空 (002928) 2022 年三季报点评：疫情影响 Q3 亏损 5.6 亿，看好支线龙头逆境破局，重回成长之路》

2022-10-27

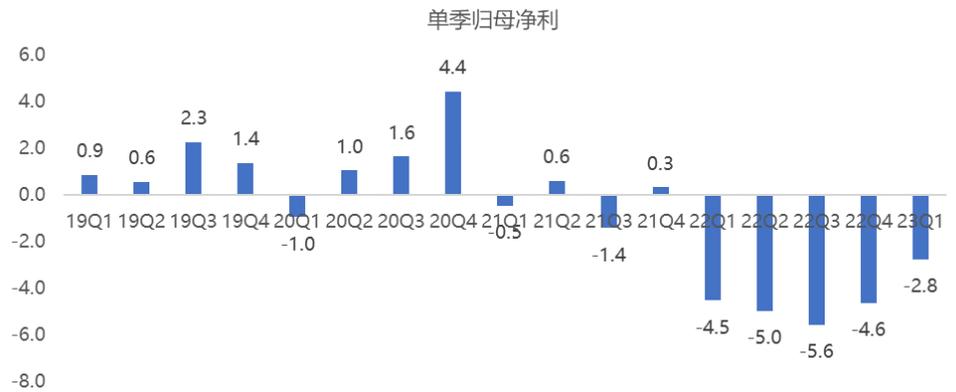
《华夏航空 (002928) 深度研究报告：支线龙头、通达华夏——支线航空产业全透视》

2022-10-18

图表 1 华夏航空季度分拆

亿	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1
收入	11.0	12.3	9.5	6.9	39.7	6.0	6.5	7.8	6.1	26.4	10.4
同比	4.8%	31.5%	-29.1%	-51.0%	-16.1%	-45.5%	-46.8%	-18.4%	-10.7%	-33.4%	74.2%
较19年	-11.9%	0.0%	-38.9%	-49.9%	-26.6%	-52.0%	-46.8%	-50.1%	-55.3%	-51.1%	-16.4%
成本	10.0	10.5	9.3	8.1	37.9	9.1	9.8	10.5	9.7	39.0	12.3
同比	-4.1%	30.1%	-11.2%	-31.5%	-7.1%	-9.1%	-7.0%	12.3%	20.0%	3.0%	35.3%
其他收益	1.1	0.7	0.7	3.5	6.0	0.7	0.4	0.4	2.0	3.6	0.5
同比	100.0%	-43.0%	15.0%	-9.4%	-4.8%	-30.6%	-42.4%	-38.2%	-42.0%	-39.6%	-30.1%
归母净利润	-0.5	0.6	-1.4	0.3	-1.0	-4.538	-5.0	-5.6	-4.6	-19.7	-2.8
同比	50.1%	-42.9%	-187.3%	-92.8%	-116.1%	-845.1%	-933.5%	-291.6%	-1549.5%	-1900.0%	39.2%
扣非净利润	-0.44	0.58	-1.43	0.23	-1.06	-4.5	-4.98	-5.57	-4.76	-19.86	-2.77
同比	54.3%	-40.8%	-188.6%	-93.0%	-121.4%	-924.2%	-954.4%	-288.2%	-2145.9%	-1769.6%	39.1%
ASK (亿公里)	25.9	26.4	20.3	13.3	85.8	15.4	16.6	15.8	12.4	60.2	23.7
同比	21.9%	-0.2%	-29.6%	-56.3%	-19.7%	-40.6%	-37.0%	-22.0%	-6.8%	-29.9%	53.8%
较19年	9.3%	-3.1%	-31.3%	-55.6%	-22.2%	-35.0%	-39.0%	-46.4%	-58.6%	-45.5%	-0.1%
RPK (亿公里)	17.0	20.8	15.1	9.2	62.1	10.4	10.6	10.9	6.5	38.3	16.7
同比	26.5%	22.8%	-30.2%	-58.8%	-16.5%	-38.6%	-49.2%	-27.6%	-30.0%	-38.2%	60.6%
较19年	-11.4%	-1.8%	-38.4%	-61.8%	-30.2%	-45.6%	-50.1%	-55.4%	-73.3%	-56.9%	-12.7%
客座率 (%)	65.5%	78.9%	74.3%	69.6%	72.4%	67.7%	63.6%	69.0%	52.3%	63.7%	70.6%
客公里收益 (元)	0.62	0.55	0.60	0.61	0.59	0.55	0.59	0.68	0.81	0.64	0.59
同比	-17.6%	3.6%	-0.2%	2.1%	-3.5%	-12.1%	7.4%	13.5%	32.5%	8.5%	8.5%
较19年	-3.0%	-3.9%	-3.2%	11.4%	-0.5%	-14.7%	3.2%	9.9%	47.6%	8.0%	-7.5%
座公里收益 (元)	0.41	0.43	0.44	0.43	0.43	0.37	0.37	0.47	0.42	0.41	0.42
同比	-14.6%	27.5%	-1.1%	-3.8%	0.3%	-9.3%	-13.4%	5.3%	-0.5%	-4.4%	13.2%
较19年	-21.3%	-2.6%	-13.1%	-4.2%	-10.7%	-28.6%	-15.6%	-8.5%	-4.7%	-14.7%	-19.2%
座公里成本 (元)	0.38	0.40	0.46	0.61	0.44	0.59	0.59	0.66	0.78	0.65	0.52
同比	-21.3%	30.4%	26.1%	56.7%	15.7%	53.1%	47.7%	44.0%	28.7%	46.8%	-12.1%
三费率 (%)	20.5%	19.0%	25.1%	29.7%	22.7%	37.8%	32.4%	33.6%	35.4%	34.7%	22.6%
销售费用率	6.1%	5.7%	6.1%	6.4%	6.0%	8.5%	6.7%	5.9%	6.3%	6.8%	4.7%
管理费用率	5.8%	4.9%	6.9%	7.9%	6.1%	9.3%	8.9%	7.2%	11.5%	9.1%	6.0%
扣汇财务费用率	8.6%	8.4%	12.1%	15.4%	10.6%	20.1%	16.9%	20.5%	17.5%	18.8%	12.0%
汇率变动 (%)	-0.7%	1.7%	-0.4%	1.7%	2.3%	0.4%	-5.7%	-5.8%	1.9%	-9.2%	1.3%
国内综合成本(元/吨)	3,522	4,111	4,518	5,151	4,326	5,462	7,933	8,736	7,986	7,552	7,025
综合成本同比	-25.6%	91.7%	59.5%	92.3%	35.9%	55.1%	93.0%	93.3%	55.0%	74.6%	28.6%

资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 2 华夏航空单季盈利 (亿)


资料来源: 公司公告, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,789	873	674	747
应收票据	27	15	26	41
应收账款	843	1,554	2,123	2,612
预付账款	129	163	227	261
存货	172	151	216	275
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,167	1,295	1,604	1,999
流动资产合计	4,127	4,051	4,870	5,935
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,654	2,983	3,291	3,580
在建工程	1,200	1,300	1,400	1,500
无形资产	187	168	152	136
其他非流动资产	9,328	9,558	9,842	10,174
非流动资产合计	13,369	14,009	14,685	15,390
资产合计	17,496	18,060	19,555	21,325
短期借款	2,187	2,237	2,287	2,337
应付票据	5	10	17	11
应付账款	542	529	739	912
预收款项	0	0	0	0
合同负债	36	82	112	137
其他应付款	314	300	300	300
一年内到期的非流动负债	1,545	1,500	1,500	1,500
其他流动负债	79	39	61	78
流动负债合计	4,708	4,697	5,016	5,275
长期借款	1,543	1,533	1,523	1,523
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	7,193	7,397	7,609	7,827
非流动负债合计	8,736	8,930	9,132	9,350
负债合计	13,444	13,627	14,148	14,625
归属母公司所有者权益	4,052	4,433	5,407	6,700
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	4,052	4,433	5,407	6,700
负债和股东权益	17,496	18,060	19,555	21,325

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	317	75	635	903
现金收益	-885	1,334	1,806	2,129
存货影响	-33	21	-65	-59
经营性应收影响	263	-733	-644	-536
经营性应付影响	88	-21	216	168
其他影响	883	-526	-678	-798
投资活动现金流	-307	-600	-600	-600
资本支出	-5	-770	-736	-708
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-302	170	136	108
融资活动现金流	274	-391	-234	-230
借款增加	-136	-5	40	50
股利及利息支付	-168	-424	-445	-502
股东融资	2,409	0	0	0
其他影响	-1,831	38	171	222

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,643	5,976	8,163	10,042
营业成本	3,898	4,748	6,146	7,431
税金及附加	14	16	26	36
销售费用	179	257	310	361
管理费用	240	269	302	351
研发费用	21	24	24	20
财务费用	837	595	489	501
信用减值损失	-150	-20	-20	-20
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-6	3	3	3
其他收益	360	400	300	200
营业利润	-2,341	452	1,149	1,524
营业外收入	2	2	2	3
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	-2,345	448	1,145	1,521
所得税	-371	67	171	228
净利润	-1,974	381	974	1,293
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-1,974	381	974	1,293
NOPLAT	-1,269	886	1,389	1,719
EPS(摊薄) (元)	-1.54	0.30	0.76	1.01

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-33.3%	126.1%	36.6%	23.0%
EBIT 增长率	-772.1%	169.2%	56.7%	23.7%
归母净利润增长率	-1,653.8%	119.3%	155.7%	32.8%
获利能力				
毛利率	-47.5%	20.6%	24.7%	26.0%
净利率	-74.7%	6.4%	11.9%	12.9%
ROE	-48.7%	8.6%	18.0%	19.3%
ROIC	-18.7%	12.7%	18.1%	20.0%
偿债能力				
资产负债率	76.8%	75.5%	72.4%	68.6%
债务权益比	307.7%	285.7%	238.9%	196.8%
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.5
应收账款周转天数	134	72	81	85
应付账款周转天数	46	41	37	40
存货周转天数	14	12	11	12
每股指标(元)				
每股收益	-1.54	0.30	0.76	1.01
每股经营现金流	0.25	0.06	0.50	0.71
每股净资产	3.17	3.47	4.23	5.24
估值比率				
P/E	-7	36	14	11
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	-15	14	10	8

交通运输组团队介绍

副所长、基础设施及能源材料研究中心负责人：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2021 年：新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名，21 世纪金牌分析师评选交运物流行业第二名。2020 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21 世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名；2019 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第五名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名；2018 年水晶球最佳分析师交通运输行业第四名；2017 年金牛奖交通运输第五名；新财富最具潜力分析师第二名，财富最佳分析师交通运输仓储行业入围。

分析师：吴莹莹

清华大学金融硕士。曾任职于苏宁集团战略投资部。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21 世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名等团队成员。

分析师：周儒飞

上海外国语大学金融硕士。曾任职于国金证券研究所。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：吴晨玥

厦门大学会计学硕士。曾任职于安永咨询战略与交易咨询部。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：黄文鹤

中央财经大学金融硕士。曾任职于远洋资本股权投资业务中心，2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：梁婉怡

浙江大学金融硕士。曾任职于国联证券研究所，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522