

去繁就简，价值归一

■ 渤海租赁首次覆盖报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘欣琦(分析师)	021-38676647	liuxinqi@gtht.com	S0880515050001
肖尧(分析师)	021-23185695	xiaoyao3@gtht.com	S0880525040115

本报告导读：

GSCL 出售后，渤海租赁应被理解为以 Avolon 为核心资产的飞机租赁平台。Avolon 决定公司价值中枢，负债端修复决定价值释放速度。

投资要点：

- 我们预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 481.4/513.6/544.2 亿元；归母净利润分别为 30.8/38.2/46.2 亿元；EPS 分别为 0.50/0.62/0.75 元，每股归母净资产分别为 5.47/6.25 元/7.16 元。参考可比公司，考虑 AH 溢价，我们给予渤海租赁 2026E 1xPB 估值，对应目标价 5.47 元，给与“增持”评级。
- 公司已经完成从多元租赁平台向飞机租赁核心资产平台的收敛，Avolon 成为当前最清晰的价值锚。渤海租赁上市后的扩张路径，经历了从多业务租赁布局到核心主业逐步聚焦的过程。随着 Avolon 并入体系，公司经营重心持续向飞机资产运营集中；而 GSCL 出售完成后，集装箱租赁业务进一步退出合并范围，报表结构和业务结构同步收敛，市场对公司的理解也更应从“综合租赁平台”转向“以 Avolon 为核心的飞机租赁资产平台”。
- 资产端的核心看点，在于 Avolon 正处于供需格局改善和主动经营能力兑现的双重受益阶段。当前全球航空需求持续恢复，而制造商交付偏慢使得飞机供给仍然偏紧，主流窄体机租金、续租条件和残值均处于改善阶段，飞机租赁行业景气基础仍然扎实。Avolon 作为全球头部飞机租赁平台，机队规模大、窄体机占比较高、出租率和订单锁定率维持高位，具备较强的经营确定性。更重要的是，公司并非被动持有飞机资产，而是通过购入、出租、续租、出售和再投资构建起完整的资产运营闭环，因此能够更充分地把行业景气转化为租赁收入、销售利润和资产回报率提升。
- 负债端修复决定价值能否顺利释放，价值拆分上应明确 Avolon 是核心。过去市场长期低估公司，核心并不在于缺少优质资产，而在于高杠杆、较重财务费用和复杂债务结构使核心资产价值难以顺畅转化为上市公司层面的利润和 ROE。GSCL 出售、现金回笼、债务续作及融资成本优化，为负债端修复提供了更具体的抓手，但境内业务整体盈利能力仍偏弱，非 Avolon 部分更多承担持股、承接和消耗功能。因此，当前分析公司价值的关键在于识别 Avolon 这一核心资产如何穿透多层持股结构，最终向上市公司股东兑现。
- 风险提示：航空景气波动、飞机供给修复快于预期、资产处置及现金回流不及预期

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	38,431	52,924	48,139	51,363	54,418
(+/-)%	14.1%	37.7%	-9.0%	6.7%	5.9%
净利润(归母)	904	-406	3,081	3,815	4,622
(+/-)%	-29.5%	-144.9%	859.1%	23.8%	21.1%
每股净收益(元)	0.15	-0.07	0.50	0.62	0.75
净资产收益率(%)	2.9%	-1.4%	9.1%	9.9%	10.4%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	32.91	—	9.65	7.80	6.44

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海租赁(000415)

综合金融/金融

首次覆盖
评级 增持
目标价格(元): 5.47

当前价格：(元) 4.77

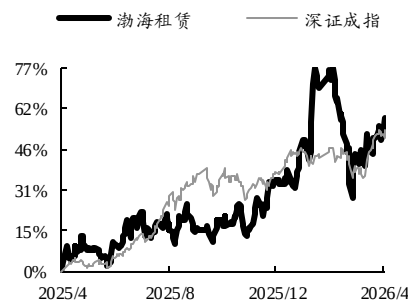
交易数据

52 周内股价区间(元)	3.04-5.39
总市值(百万元)	29,500
总股本/流通 A 股(百万股)	6,185/5,393
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	29,858
每股净资产(元)	4.83
市净率(现价)	1.0
净负债率	369.42%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	4%	57%
相对指数	-1%	-1%	3%

财务预测表

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	26,545	9,695	6,742	15,856	27,042	营业总收入	38,431	52,924	48,139	51,363	54,418
交易性金融资产	0	298	298	298	298	营业成本	22,783	36,886	33,066	34,590	35,754
应收账款及票据	1,489	1,538	1,738	1,855	1,965	税金及附加	39	25	48	51	54
存货	136	27	184	192	199	销售费用	169	175	212	226	239
其他流动资产	13,253	7,484	18,417	18,576	18,734	管理费用	1,702	1,746	1,757	1,875	1,986
流动资产合计	41,424	19,043	27,379	36,777	48,238	研发费用	0	0	0	0	0
长期投资	328	470	470	470	470	EBIT	14,087	13,867	13,642	15,313	16,904
固定资产	193,438	186,660	185,118	182,627	179,185	其他收益	7	21	10	10	11
在建工程	1	1	1	1	1	公允价值变动收益	80	-87	0	0	0
无形资产及商誉	7,805	3,463	3,482	3,500	3,498	投资收益	149	1,453	1,203	1,284	1,088
其他非流动资产	43,403	40,227	42,848	42,857	42,863	财务费用	9,587	9,869	6,870	6,929	6,746
非流动资产合计	244,975	230,822	231,920	229,455	226,017	减值损失	-2,140	-3,961	-1,000	-1,000	-1,000
总资产	286,399	249,865	259,299	266,232	274,255	资产处置损益	298	331	375	401	424
短期借款	0	0	0	0	0	营业利润	2,545	1,981	6,775	8,388	10,161
应付账款及票据	481	42	697	729	754	营业外收支	1,257	4	-3	-3	-3
一年内到期的非流动负债	20,288	21,590	22,703	22,703	22,703	所得税	1,435	953	2,370	2,935	3,555
其他流动负债	7,934	7,351	10,020	10,471	10,867	净利润	2,367	1,031	4,402	5,450	6,602
流动负债合计	28,702	28,984	33,421	33,904	34,325	少数股东损益	1,463	1,437	1,321	1,635	1,981
长期借款	64,699	30,264	30,264	30,264	30,264	归属母公司净利润	904	-406	3,081	3,815	4,622
应付债券	127,941	126,395	126,395	126,395	126,395	主要财务比率					
租赁负债	461	463	463	463	463		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
其他非流动负债	15,827	16,931	16,193	16,193	16,193	ROE(摊薄,%)	2.9%	-1.4%	9.1%	9.9%	10.4%
非流动负债合计	208,927	174,052	173,315	173,315	173,315	ROA(%)	0.9%	0.4%	1.7%	2.1%	2.4%
总负债	237,629	203,036	206,735	207,219	207,639	ROIC(%)	3.3%	3.2%	3.8%	4.2%	4.5%
实收资本(或股本)	6,185	6,185	6,185	6,185	6,185	销售毛利率(%)	40.7%	30.3%	31.3%	32.7%	34.3%
其他归母股东权益	25,286	23,254	27,668	32,483	38,105	EBIT Margin(%)	36.7%	26.2%	28.3%	29.8%	31.1%
归属母公司股东权益	31,471	29,439	33,853	38,668	44,289	销售净利率(%)	6.2%	1.9%	9.1%	10.6%	12.1%
少数股东权益	17,300	17,390	18,711	20,346	22,327	资产负债率(%)	83.0%	81.3%	79.7%	77.8%	75.7%
股东权益合计	48,771	46,829	52,564	59,014	66,616	存货周转率(次)	148.4	453.3	314.5	184.1	183.0
总负债及总权益	286,399	249,865	259,299	266,232	274,255	应收账款周转率(次)	23.1	35.0	29.4	28.6	28.5
现金流量表(百万元)						总资产周转率(次)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
经营活动现金流	25,468	23,325	14,796	24,531	26,755	净利润现金含量	28.2	-57.5	4.8	6.4	5.8
投资活动现金流	-11,449	-652	-11,220	-8,353	-8,505	资本支出/收入	12.1%	-6.0%	20.1%	18.8%	17.6%
筹资活动现金流	3,951	-38,239	-7,391	-7,064	-7,064	EV/EBITDA	8.93	8.37	8.05	6.96	6.01
汇率变动影响及其他	267	-267	-156	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.91	—	9.65	7.80	6.44
现金净增加额	18,238	-15,833	-3,970	9,114	11,186	P/B(现价)	0.95	1.01	0.88	0.77	0.67
折旧与摊销	9,443	9,314	11,546	12,500	13,453	P/S(现价)	0.77	0.56	0.62	0.58	0.55
营运资本变动	550	88	-7,828	199	146	EPS-最新股本摊薄(元)	0.15	-0.07	0.50	0.62	0.75
资本性支出	-4,644	3,190	-9,663	-9,637	-9,594	DPS-最新股本摊薄(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						股息率(现价,%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

目录

1. 公司概况：飞机租赁主线已经清晰.....	4
2. 飞机资产正在进入上行周期，Avolon 有望更充分受益.....	5
3. 负债端修复将决定利润释放速度，也决定 ROE 修复斜率.....	9
4. 价值拆分：Avolon 是公司价值的核心	10
5. 盈利预测与估值.....	11
6. 风险提示.....	13

1. 公司概况：飞机租赁主线已经清晰

公司过去十余年的扩张已完成从多元租赁布局到飞机租赁聚焦的切换。渤海租赁 2011 年完成重大资产重组并上市后，通过牌照布局 and 连续并购进入飞机租赁、集装箱租赁等多个细分领域，并快速建立起覆盖海外的资产、客户和运营网络；其中，Avolon 的并入基本确定了公司的主业形态和价值锚，使经营重心持续向飞机资产运营集中。到 2025 年末，Avolon 自有、管理及订单机队合计 1,132 架，服务全球 61 个国家的 139 家航空公司客户，核心经营底盘已经十分清晰。2025 年 12 月 GSCL 100% 股权完成交割后，集装箱租赁业务进一步退出合并范围，公司业务结构和报表结构同步收敛，后续市场也更容易按飞机租赁平台而非综合租赁平台来理解和估值公司。

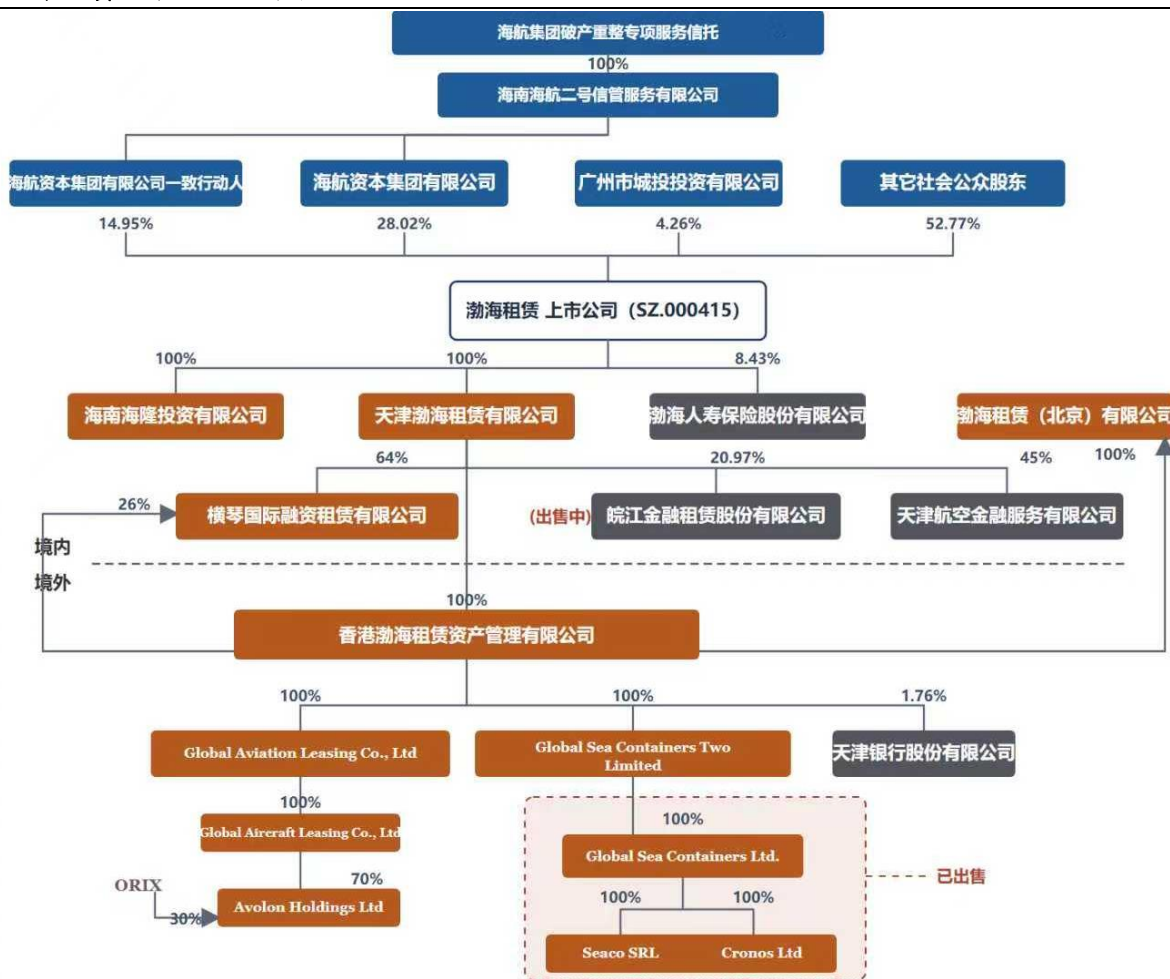
图 1：渤海租赁上市来发展历程



资料来源：公司官网

治理已不是当前影响公司价值判断的首要矛盾，Avolon 的独立经营与融资能力更值得关注。海航集团重整完成后，公司已处于无实际控制人状态，市场对公司的顾虑更多来自历史信用事件遗留的风险偏好压制，而非当前控制权混乱或治理失序。站在当下时点，更重要的是 Avolon 能否凭借自身资产质量、客户基础和信用评级维持独立融资、独立经营。2025 年 Avolon 维持投资级信用水平，并持续完成海外无担保融资，说明核心资产平台具备较强的独立运转能力，这既是公司穿越周期的基础，也是后续资产扩张和负债优化能够继续推进的重要支撑。

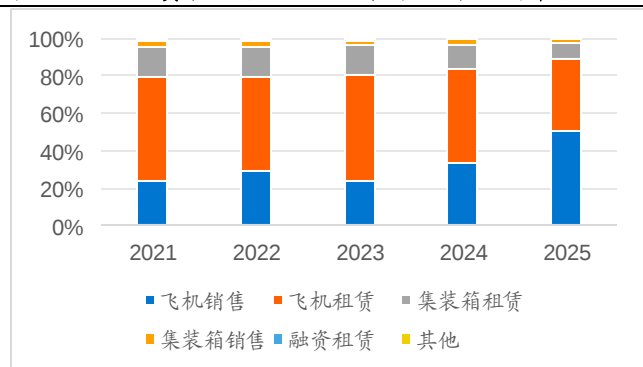
图2: 渤海租赁股东及子公司架构



资料来源: 公司公告, 国泰海通证券研究

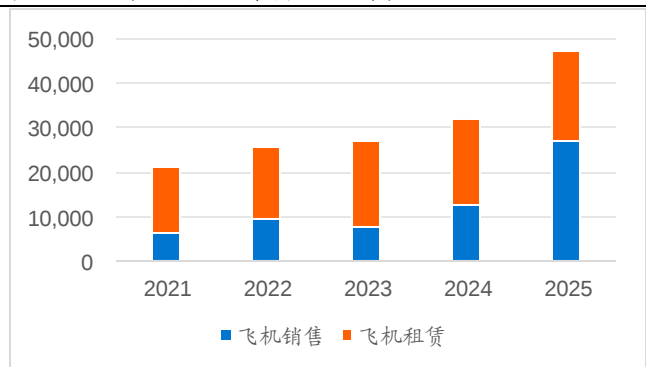
飞机租赁已成为公司收入、利润和估值逻辑的核心来源。从业务实质看, 公司虽然仍保留租赁平台外观, 但盈利核心已经高度集中在 Avolon 及相关平台的飞机资产运营。2024 年, 公司飞机租赁及飞机销售收入合计占比约 83.2%, 其中飞机租赁提供稳定的经常性收益, 飞机销售承担资产优化和利润兑现功能, 两者共同构成公司最主要的盈利来源。随着 GSCL 退出合并范围, 飞机租赁对收入结构、利润结构和现金流结构的影响会在报表中体现得更直接, 公司的估值逻辑也更有条件向国际飞机租赁公司靠拢。

图3: 飞机租赁相关收入是公司的重要组成部分



资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

图4: 飞机相关收入持续稳健增长 (百万元)

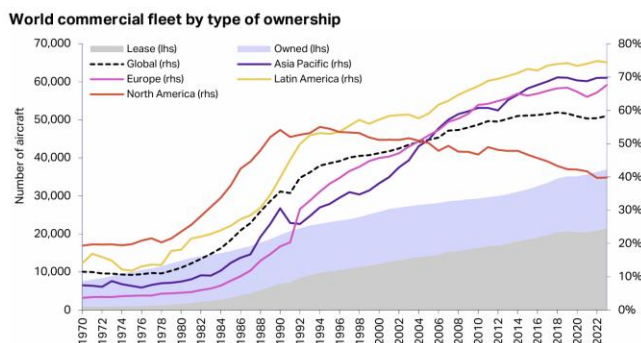


资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

2. 飞机资产正在进入上行周期, Avolon 有望更充分受益

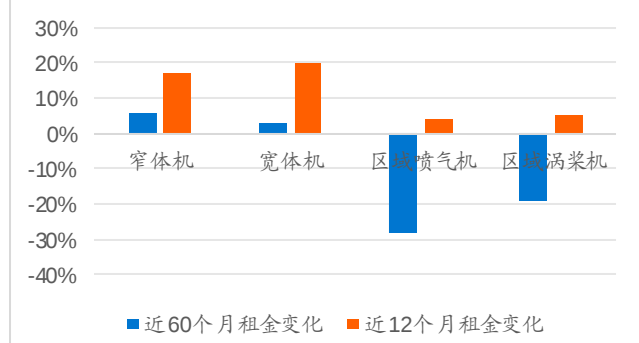
飞机租赁行业仍处于需求修复与供给偏紧共振的景气阶段。当前航空公司补充运力、更新机队和提升燃油效率的需求同步存在，而制造商交付恢复慢于需求恢复，待交付订单规模仍处高位，短期内难以快速填补供需缺口，这构成了本轮飞机资产重估的核心背景。与此同时，主流窄体机仍是最紧缺、流动性最好的资产类型，租金、续租条件和二手飞机价格均处于改善阶段，行业盈利特征正从过去依赖单一扩张，转向利用率、租金和残值共同改善的“量稳价升”阶段。对拥有较大机队和较强交易能力的平台型租赁商而言，这意味着既能受益于经常性租赁收益改善，也能受益于资产处置收益弹性提升。

图5: 商业航空飞机中租赁占比超过自有



资料来源: IATA

图6: 窄体机租金提升较多



资料来源: Cirium, 国泰海通证券研究

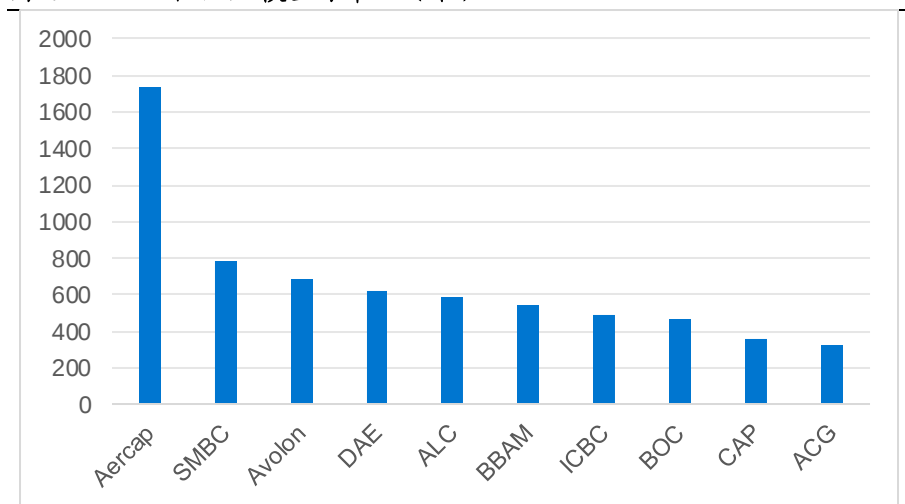
表1: 全球航空需求加速恢复

Global airline industry	Passenger traffic (RPK)					Passenger capacity (ASK)				
	% change versus the previous year					% change versus the previous year				
	2022	2023	2024	2025E	2026F	2022	2023	2024	2025E	2026F
Global	64.9%	36.8%	10.6%	5.2%	4.9%	40.1%	31.1%	8.9%	4.9%	4.7%
Regions										
Africa	84.3%	36.5%	12.7%	7.4%	6.0%	51.4%	35.6%	10.0%	5.3%	5.7%
Asia Pacific	32.3%	95.9%	17.5%	8.0%	7.3%	15.5%	75.0%	13.2%	6.6%	7.1%
Europe	103.9%	20.3%	8.7%	5.0%	3.8%	69.6%	16.0%	8.1%	5.1%	3.8%
Latin America	62.9%	16.8%	7.8%	7.1%	6.6%	54.4%	14.4%	7.2%	7.0%	6.5%
Middle East	144.4%	32.4%	9.7%	6.0%	6.1%	67.2%	24.7%	8.5%	5.9%	5.4%
North America	45.7%	15.1%	4.6%	0.2%	1.5%	28.7%	14.0%	4.7%	1.2%	1.0%

资料来源: IATA

Avolon 的平台地位、机队结构和运营质量，使其受益于本轮景气的确定性更强。Avolon 截至 2025 年末总机队 1,132 架，其中自有 596 架、管理 36 架、订单 500 架；核心机型集中于 A320neo、A320ceo、737 MAX、737NG 等主流窄体机，更贴近当前市场最景气的需求。与此同时，公司 2025 年上半年出租率维持 100%，未来 24 个月待交付订单中已有较高比例落实出租安排，意味着其不仅能享受行业景气上行，还具备较高的收入可见度和跨周期稳定性。

图7: Avolon 机队规模全球第三(架)



资料来源: KPMG, 国泰海通证券研究

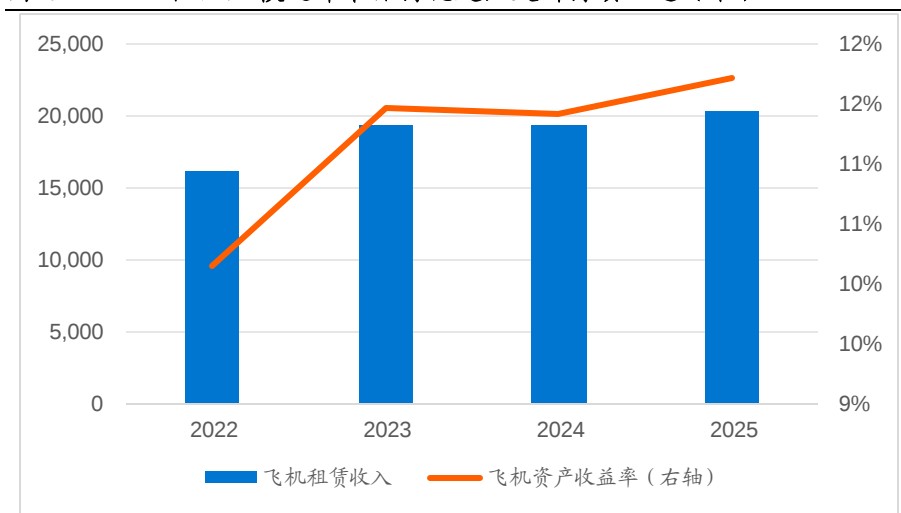
表2: Avolon 飞机以窄体机为主(架)

机型	分类	2025 自有	2025 管理	2025 订单	2025 总数
空客 A320NEO 系列	窄体	152	3	335	490
空客 A320CEO 系列	窄体	153	14	0	167
波音 737 MAX 系列	窄体	43	0	117	160
波音 737 NG 系列	窄体	85	11	0	96
空客 A330-900NEO	宽体	38	1	48	87
空客 A330-200/300	宽体	44	7	0	51
波音 787-8/9	宽体	31	0	0	31
空客 A350-900/1000	宽体	22	0	0	22
E195-E2/E190-200	区域机	15	0	0	15
CRJ900	区域机	7	0	0	7
A220	窄体	5	0	0	5
波音 777/777F	宽体	1	0	0	1
合计		596	36	500	1,132

资料来源: 公司公告, 国泰海通证券研究

公司更突出的优势在于具备完整的飞机资产运营闭环, 而不只是被动持有景气资产。Avolon 的经营逻辑并不止于收租, 而是围绕飞机全生命周期进行动态管理: 前端通过订单和并购获取资产, 中端通过出租和续租提升回报, 后端通过出售和再投资优化机队结构。这意味着公司在行业上行期可以更高效率地将景气转化为收益, 在行业平稳期也可以通过续租、调结构和控制机龄来维持回报。2025 年 Avolon 全年完成 95 架飞机销售, 说明其主动管理能力已经持续落到经营动作上; 同年 1 月完成对 Castlelake Aviation 的收购, 又进一步补充了成熟机队和订单资源, 增强了当前阶段的资产扩张效率和后续几年增长的延续性。

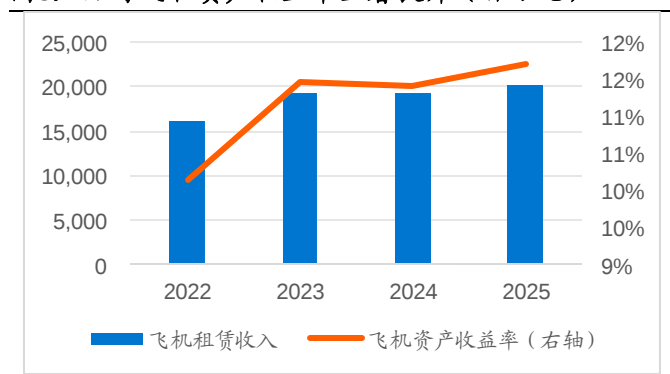
图8: Avolon 机队规模近年来保持稳定, 更新持续加速 (架)



资料来源: 公司公告, 国泰海通证券研究

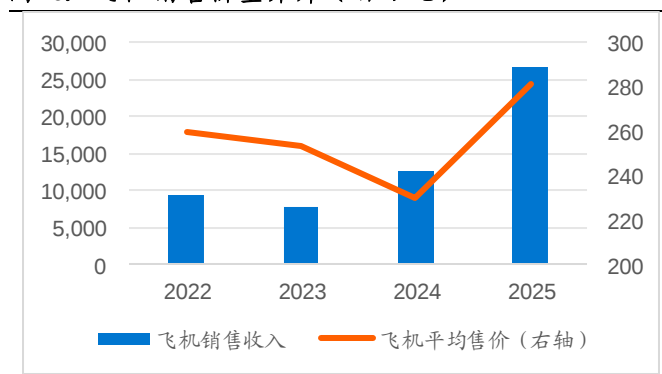
资产端盈利改善已经从行业逻辑落到经营结果。2025 年 Avolon 实现租赁收入 27.51 亿美元, 同比增长 7%, 背后既有机队扩张的贡献, 也有高出租率维持和租赁费率上升的支撑; 同时, 公司保持较高的飞机销售节奏, 说明其不仅赚取租金, 也在利用市场窗口兑现资产价值。2025 年上半年公司飞机租赁年化收益率达到 11.6%, 较 2021 年低点提升 2.3 个百分点, 这表明当前改善并不只是收入规模扩大, 更体现为单架飞机经营效率和资产回报水平同步上升。公司资产端最重要的特征, 是拥有全球化、可循环、且与当前景气方向一致的优质飞机资产平台。

图9: 公司飞机资产收益率显著提升 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国泰海通证券研究

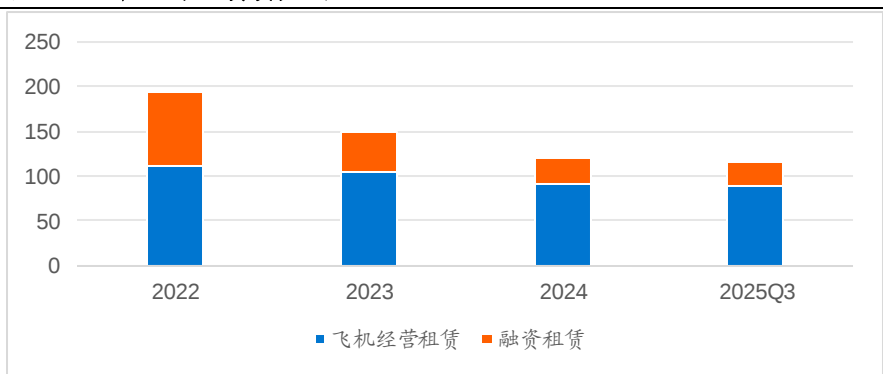
图10: 飞机销售价格量齐升 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国泰海通证券研究

境内业务仍是利润质量偏弱的部分。境内资产中相当部分仍为飞机及基础设施资产, 前者历史上主要面向海航系航空公司出租, 后者更接近低回报、赚息差的融资租赁业务, 整体盈利能力偏弱。当前情况下, 境内业务更多承担资产持有、折旧、融资成本和历史问题消化的功能。

图 11: 天津渤海租赁资产持续压缩 (亿元)

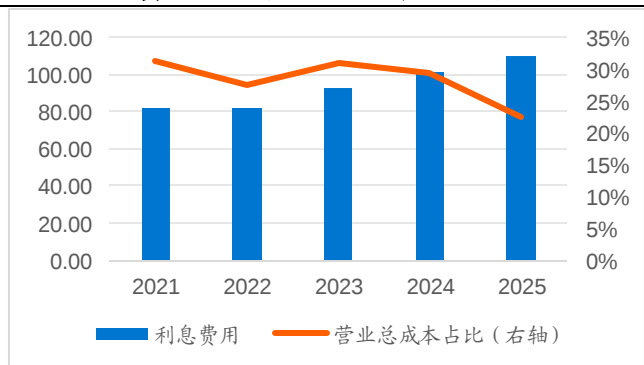


资料来源: 公司公告, 国泰海通证券研究

3. 负债端修复将决定利润释放速度, 也决定 ROE 修复斜率

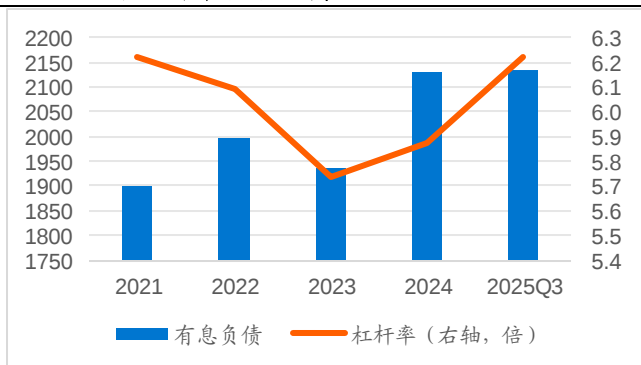
过去限制公司估值修复的核心矛盾主要在负债端。公司核心资产质量出色, 但长期高杠杆、较重的财务费用和复杂的境内外债务结构, 使资产价值难以顺畅转化为归母净利润和 ROE。再叠加海航体系历史事件带来的信用折价, 市场长期以更保守的框架理解公司。公司过去并不缺资产价值, 缺的是资产价值向股东收益的顺畅传导。

图 12: 利息费用是公司营业总成本的主要构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国泰海通证券研究

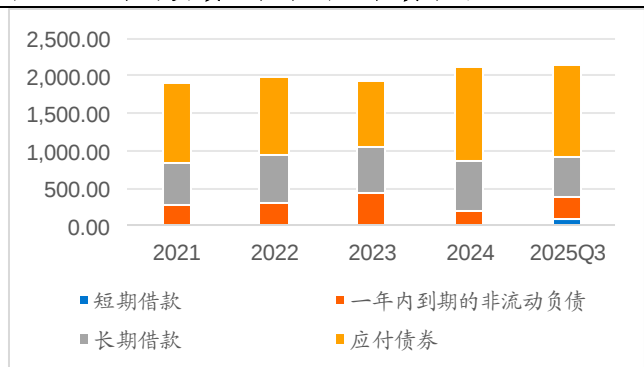
图 13: 公司杠杆率长期较高 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国泰海通证券研究

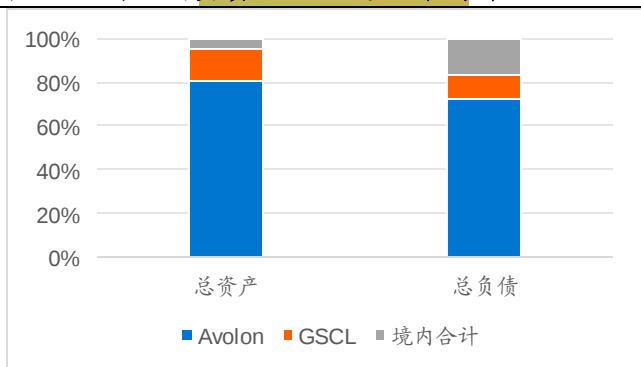
负债端修复的主线已经从单纯缓释流动性压力, 转向持续压降融资成本。从债务结构看, 公司计息负债仍以长期借款和应付债券为主, 短期不存在典型的流动性挤兑风险, 但高成本存量债务也不会快速消化, 因此后续修复更接近一个持续兑现的过程。

图 14: 公司的负债以长期借款和债券为主 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国泰海通证券研究

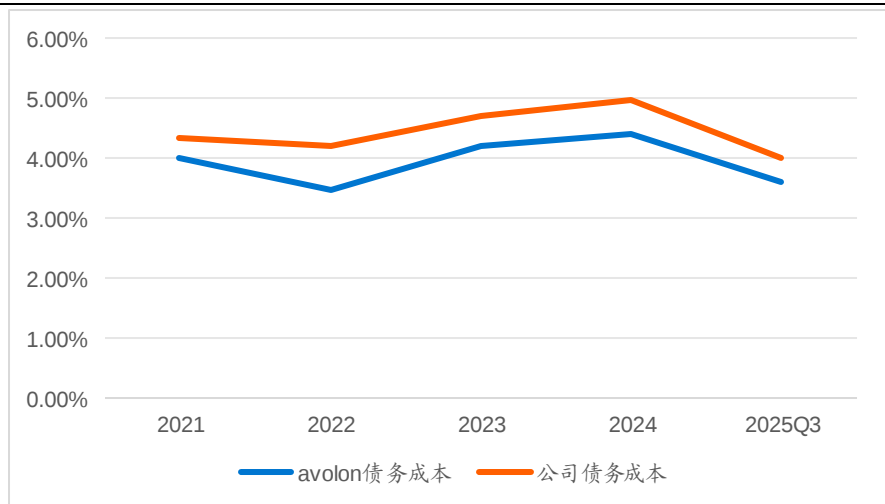
图 15: 公司境内负债端核心变量仍在海外



资料来源: 公司公告, 国泰海通证券研究

现金回笼与债务续作作为修复落地提供支撑。Seaco 处置后，公司在偿还境外约 10.5 亿美元美债后，仍保留约五六亿美元现金；叠加 Avolon 年初减持形成的约 4.2 亿美元现金以及上半年约 1 亿美元分红，公司当前可动用现金已明显高于此前市场预期。与此同时，香港渤海存续的 10 亿美元、以 Avolon 股权为抵押的三年期债券，后续并非一次性清偿，而是计划通过借新还旧滚动存续，并争取将融资成本进一步压降。此外在境内，债务重组更多体现为降息展期和现金流安排优化，当期可以确认重组收益、增厚利润和净资产。公司负债端修复的抓手已经较为具体：一是处置和分红带来现金回笼，二是到期债务具备续作基础，三是境内高成本融资存在重定价空间。

图 16: 公司境内债务成本高于境外



资料来源：公司公告，wind，国泰海通证券研究

4. 价值拆分：Avolon 是公司价值的核心

GSCL 出售完成后，渤海租赁的价值结构已经明显简化，公司的估值逻辑也应从综合租赁平台切换为核心飞机租赁资产平台。从持股链条看，上市公司对核心资产的控制路径为“渤海租赁—天津渤海—香港渤海—Avolon”，因此真正决定公司价值中枢的，并不是合并报表口径下分散的资产总量，而是最底层核心资产 Avolon 的经营质量、融资能力和现金创造能力。Avolon 具备全球化机队、客户网络、较高出租率和独立融资能力，资产标准化程度高、全球流动性强、经营模式成熟，是公司当前唯一具备清晰可比估值基础的核心资产，也是市场应优先锚定的价值来源。

与之相对，非 Avolon 部分更适合被理解为价值传导过程中的承接层和消耗层。香港渤海的主要作用在于承接 Avolon 股权及同层融资安排，天津渤海则兼具持股平台、本体经营资产和平台债务三重属性，上市公司母公司层最终承接的则是上述价值经层层传导后的剩余股东权益。也就是说，非 Avolon 部分并非完全没有资产，而是资产质量分化明显、盈利能力偏弱、现金回收偏慢，同时还承接平台债务和历史包袱，难以形成独立、稳定、可对标的估值支柱。放在估值框架里看，这部分的主要作用不是抬升公司价值中枢，而是解释为什么优质核心资产向上市公司股东传导时会明显削弱。

表3: Avolon 是公司估值的核心

项目	列式关系
渤海租赁股权价值	= Avolon 价值 + 非 Avolon 价值
其中：Avolon 价值	= Avolon 归属于渤海的净资产 × 目标 PB
其中：非 Avolon 价值	= 母公司层非天津渤海净值 + 天津渤海层非香港渤海净值 + 香港渤海层非 Avolon 净值

加：母公司层非天津渤海净值	= 母公司净资产 - 天津渤海账面价值
加：天津渤海层非香港渤海净值	= 天津渤海层重估价值 - 香港渤海账面价值
其中：天津渤海层重估价值	= 天津渤海账面净资产 ± 非核心股权调整 ± 本体经营资产支撑修正 ± 平台层其他调整
加：香港渤海层非 Avolon 净值	= 香港渤海层重估价值 - Avolon 账面价值
其中：香港渤海层重估价值	= 香港渤海账面净资产 + GSCL 出售影响 + 非核心资产调整 ± 同层现金/债务净额调整
其中：GSCL 出售影响	= GSCL 出售后留存净现金 - GSCL 原账面权益

数据来源：国泰海通证券研究

5. 盈利预测与估值

收入成本预测基于分业务线拆分展开，主要围绕飞机销售、经营租赁、融资租赁及咨询、集装箱销售和其他业务分别测算。其中，飞机销售的核心假设是未来几年仍维持一定处置节奏，销售价格随市场景气和机龄结构变化小幅波动；经营租赁则以机队规模、租金水平和单位成本变化为主要假设，是预测期内最核心的收入和利润来源。融资租赁及咨询业务整体按平稳口径处理，集装箱销售仅保留短期残余影响，后续逐步退出，其他业务维持低基数、小幅波动的假设。

在上述假设下，公司收入增长预计仍主要由飞机销售和经营租赁驱动，成本端则与销售节奏、机队扩张和折旧摊销变化相匹配。整体看，预测期内营业收入仍有望保持在较高规模，其中飞机销售带来阶段性弹性，经营租赁提供更稳定的收入支撑；营业成本随飞机销售放量和租赁资产规模扩大而增长，但主业进一步聚焦后，报表结构预计更为清晰。

表4：渤海租赁收入成本预测（百万元）

项目	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入				
飞机销售	26,755.68	22,325.00	22,800.00	22,800.00
经营租赁	24,328.17	24,767.03	27,516.17	30,570.46
融资租赁及咨询	926.82	926.82	926.82	926.82
集装箱销售	793.04	-	-	-
其他业务	120.26	120.26	120.26	120.26
营业收入合计	52,923.96	48,139.10	51,363.24	54,417.53
营业成本				
飞机销售	25,981.24	21,878.50	22,344.00	22,344.00
经营租赁	9,641.65	10,584.20	11,642.62	12,806.88
融资租赁及咨询	532.98	532.98	532.98	532.98
集装箱销售	659.36	-	-	-
其他业务	70.30	70.30	70.30	70.30
营业成本合计	36,885.52	33,065.99	34,589.91	35,754.17
毛利	16,038.44	15,073.11	16,773.33	18,663.37

资料来源：公司公告，国泰海通证券研究

我们预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 481.4/513.6/544.2 亿元；归

母净利润分别为 30.8/38.2/46.2 亿元；EPS 分别为 0.50/0.62/0.75 元，每股归母净资产分别为 5.47/6.25 元/7.16 元。

表5: 预计 2026-2028 年，公司归母净利润分别为 30.8/38.2/46.2 亿元

财务摘要 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	38,431	52,924	48,139	51,363	54,418
(+/-)%	14.1%	37.7%	-9.0%	6.7%	5.9%
净利润(归母)	904	-406	3,081	3,815	4,622
(+/-)%	-29.5%	-144.9%	859.1%	23.8%	21.1%
每股净收益(元)	0.15	-0.07	0.50	0.62	0.75
每股净资产(元)	5.09	4.76	5.47	6.25	7.16
净资产收益率(%)	2.9%	-1.4%	9.1%	9.9%	10.4%

数据来源: wind, 国泰海通证券研究

参考可比公司，考虑 AH 溢价，我们给予渤海租赁 2026E 1xPB 估值，对应目标价 5.47 元，给与“增持”评级。

表6: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (港币)	BVPS (港币/股)			PB		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
2588.hk	中银航空租赁	81.30	76.71	83.23	90.13	1.06	0.98	0.90
1848.hk	中国飞机租赁	3.88	5.74	6.00	6.26	0.68	0.65	0.62
	平均值					0.87	0.81	0.76

数据来源: wind, 国泰海通证券研究 注: 预测数据来自 wind 一致预期 行情取自 2026 年 4 月 29 日收盘

6. 风险提示

1. 航空景气波动风险。

公司核心资产 Avolon 的经营表现高度依赖全球航空客运需求、航司运力投放和机队更新节奏。若全球宏观环境走弱、国际航旅需求恢复低于预期，或主要航空公司盈利能力承压，可能影响飞机租赁需求、出租率、租金水平及二手飞机交易活跃度，进而压制公司核心资产的盈利表现。

2. 飞机供给修复快于预期风险。

本轮飞机租赁资产景气的重要支撑来自制造商交付恢复偏慢、主流窄体机供给持续偏紧。若空客、波音等主机厂交付能力恢复快于预期，飞机供需格局可能边际缓和，租金、续租条件和残值改善幅度或不及预期，从而削弱 Avolon 资产端盈利弹性。

3. 资产处置及现金回流不及预期风险。

当前公司负债端修复的重要支撑之一，是处置、分红和减持等带来的现金回流。若后续核心资产分红、存量资产处置或现金上划节奏不及预期，可能影响公司偿债、再融资优化和资本配置安排，进而影响整体价值修复路径。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
股票投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数
行业投资评级		

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666