



仅供内部参考，请勿外传

中银证券

交通运输 | 证券研究报告 — 首次研究报告

2026 年 8 月 18 日

600221.SH

增持

原评级：未有评级

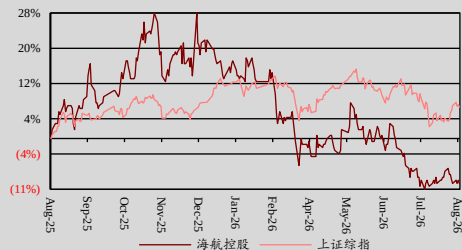
市场价格：人民币 1.33

板块评级：强于大市

本报告要点

- 海航控股为海南自贸港核心主基地航司，是中国内地唯一连续 14 次蝉联 SKYTRAX 五星航空的航企。公司基本面延续修复，客运主业稳步恢复，国际航线与货运业务贡献增量。海南自贸港封关有望从需求扩容、枢纽升级、成本优化及产业链协同四个维度重塑公司主基地价值。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(25.3)	1.5	(14.7)	(12.5)
相对上证综指	(22.9)	1.2	(7.3)	(19.1)

发行股数 (百万)	43,215.63
流通股 (百万)	43,214.96
总市值 (人民币 百万)	57,476.79
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	468.30
主要股东	
海南瀚巍投资有限公司	24.41%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 8 月 13 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

证券分析师：何贯嘉

guanjia.he@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300525040002

海航控股

构建自贸港国际中转枢纽优势，铸就全球一流五星航空品牌

海航控股为海南自贸港核心主基地航司，位列国内主要航空运输企业第一梯队。公司以航空客运为核心主业，依托海口主基地和海南自贸港区位优势，持续完善境内外复合型航线网络。2025 年，公司经营效益持续修复，旅客运输量、货邮运输量、ASK、RPK 等核心运营指标稳步增长，归母净利润实现转正，经营现金流同步改善。展望后续，海南自贸港封关将进一步强化海南作为国际旅游消费中心和区域航空枢纽的战略定位。伴随第五、第七航权开放、中转便利化、“双 15 税制”、零关税交通工具/航材及保税航油等政策逐步落地，公司有望在需求端、网络端和成本端释放盈利弹性。首次覆盖，给予公司增持评级。

支撑评级的要点

- 基本面修复趋势明确，客运主业稳步恢复，国际航线与货运业务贡献增量。公司作为海南自贸港核心航空承运人，依托海口主运营基地构建辐射全国、连接全球的航线网络。2025 年，公司实现营业收入 684.71 亿元（+4.96%），归母净利润 19.80 亿元，实现扭亏为盈。运营端看，全年旅客运输量达 7,058 万人次（+3.75%），货邮运输量达 60 万吨（+20.08%）；ASK 与 RPK 分别同比增长 8.20%和 8.58%，客座率修复至 83.79%。其中，国际市场 RPK 同比增长 41.32%，国际航线修复有望继续对公司收入及盈利弹性形成支撑。
- 海南封关重塑主基地战略价值，推动海口枢纽由“目的地机场”向“中转枢纽”演进。海南自贸港封关的核心在于制度型开放，将提升国际人员、资本、服务及货物流动便利度。对海航控股而言，政策红利主要体现在四个维度：一是旅游消费、商务会展与入境便利政策叠加，进出岛客流中枢有望抬升；二是第五、第七航权及中转便利化政策落地，推动海口枢纽由“终点站”向“中转站”演进；三是“双 15 税制”、零关税交通工具/航材及保税航油政策有望降低税负、飞机引进和航班运营成本；四是航空维修、货运物流及临空保障业务有望共享封关带来的产业链外溢红利。
- 行业需求延续修复，票价市场化提升航司单位收益弹性。民航运输需求具备较强的顺周期与消费属性。伴随国内商务及旅游出行需求释放、国际航线持续恢复，以及海南自贸港旅游热度提升，航空客运需求中枢有望继续上移。同时，民航票价市场化改革持续推进，航司在核心航线上的定价自主权提升，有助于在供需改善周期内改善单位收益（Yield）。海航控股主基地卡位海南自贸港，兼具政策杠杆、核心客流和国际中转弹性，具备较好的中长期成长空间。

估值

- 我们预计公司 2026-2028 年的营业收入为 791.02/854.26/912.30 亿元，同比增长 15.5%/8.0%/6.8%，实现归母净利润 21.40/35.61/53.42 亿元，EPS 分别为 0.05/0.08/0.12 元/股，PB 分别为 7.8/5.2/3.5 倍。首次覆盖，给予公司增持评级。

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、替代性交通运输工具竞争、飞行员资源短缺、油价汇率发生不利波动。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	65,236	68,471	79,102	85,426	91,230
增长率(%)	11.2	5.0	15.5	8.0	6.8
EBITDA(人民币 百万)	12,264	12,616	13,520	15,076	16,832
归母净利润(人民币 百万)	(921)	1,980	2,140	3,561	5,342
增长率(%)	(396.4)	314.9	8.1	66.4	50.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	(0.02)	0.05	0.05	0.08	0.12
市盈率(倍)	(62.4)	29.0	26.9	16.1	10.8
市净率(倍)	25.3	10.9	7.8	5.2	3.5
EV/EBITDA(倍)	21.3	21.3	16.2	12.8	9.7
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 海航控股：立足自贸港枢纽优势，铸就全球五星航空标杆	5
1.1 公司简介：自贸港超级承运人，五星服务引领客货协同发展	5
1.2 主营业务：主要经营航空客运服务，常态情景下客运业务占比超八成	6
1.3 经营状况：经营态势持续向好，货运收益显著提升	6
1.4 财务概况：收入端回归疫情前区间，盈利能力进入修复通道	8
2 航空行业：提供人货“空间位移”服务，近 15 年客运量增长 172.8%	11
2.1 商业模式：提供人货“空间位移”服务，分为商业航空和通用航空	11
2.2 市场格局：三大航为航空运输龙头，海航为三大航之外市场占比较大航司	11
2.3 经营模式：全服务低成本互相转型，满足旅客出行多元化需求	12
2.4 行业发展：近 15 年航空旅客运输量增长 162.65%，航空票价逐渐市场化定价	13
3 海南封关：制度型开放重塑海南航空枢纽价值，海航控股有望受益于需求扩容、枢纽升级与成本优化	16
3.1 政策内核：封关不是封岛，制度型开放抬升海南航空资产战略价值	17
3.2 需求扩容：旅游消费、入境便利与商务会展共振，进出岛客流中枢有望抬升	17
3.3 枢纽升级：第五、第七航权与中转便利化落地，海口枢纽有望由“终点站”向“中转站”演进	18
3.4 成本优化：“双 15 税制”、零关税与保税航油政策，有望改善公司盈利弹性	19
3.5 产业链协同：维修、货运与临空保障业务有望共享封关外溢红利	20
4 盈利预测及估值	22
4.1 关键假设	22
4.2 盈利预测	22
4.3 估值水平	23
5 风险提示	24
5.1 行业风险	24
5.2 经营风险	24
5.3 汇率风险	24



图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 海航控股发展历程.....	5
图表 2. 海航控股股权穿透图（截至 2025 年年报）.....	5
图表 3. 2025 年公司营业收入占比按业务分类(%).....	6
图表 4. 2016—2025 年公司分业务营业收入（亿元）.....	6
图表 5. 2016-2025 年公司 ASK 变动(亿座公里).....	7
图表 6. 2016-2025 年公司 RPK 变动(亿座公里).....	7
图表 7. 2019-2025 年公司客座率变化.....	8
图表 8. 全国航空公司平均航班正常率变化.....	8
图表 9. 2016-2025 年公司收入货运吨公里变化（万吨公里）.....	8
图表 10. 2016-2025 年公司可用吨公里变化（亿吨公里）.....	8
图表 11. 2019-2025 年公司营业收入情况.....	9
图表 12. 2019-2025 年公司归母净利润情况.....	9
图表 13. 近十年公司销售毛利率和销售净利率.....	9
图表 14. 近十年公司净资产收益率和资产负债率.....	9
图表 15. 2018-2025 年公司经营活动现金净流量.....	10
图表 16. 2025 年各航司旅客运输量比重.....	11
图表 17. 2025 年各航司货邮运输量比重.....	11
图表 18. 2017-2025 年通用航空企业数量.....	12
图表 19. 低成本航空公司与全服务航空公司经营模式对比.....	12
图表 20. 低成本航空国内航线市场份额.....	13
图表 21. 低成本航空国际航线市场份额.....	13
图表 22. 2010-2025 年民用航空旅客运输量.....	13
图表 23. 2010-2025 年货邮运输量.....	13
图表 24. 2010-2025 年民航运输机场飞机起降架次.....	14
图表 25. 2010-2025 年航线数量情况.....	15
图表 26. 中国民航客票价格管控逐步市场化.....	15
图表 27. 海南自由贸易港航空开放政策时间轴.....	16
图表 28. 海南封关政策解读.....	17
图表 29. 封关前后海南开放模式变化.....	17
图表 30: 2014—2025 年海南游客数量及同比增速.....	18
图表 31: 2014—2024 年海南入境外国游客人数及同比增速.....	18
图表 32. 2026 年 3 月海南航空海口美兰机场航线图.....	18
图表 33. 海南航空开放政策工具及意义.....	19
图表 34. 海南自贸港成本端核心政策工具梳理.....	20

图表 35. 2014—2025 年海南年度货物贸易规模（亿元）	21
图表 36： 2014—2024 年海口美兰机场年旅客吞吐量	21
图表 37： 2014—2024 年海口美兰机场年货邮吞吐量	21
图表 38. 海航控股盈利预测及估值	22
图表 39. 海航控股业务拆分及预测	23
图表 40. 海航控股毛利率预测	23
利润表(人民币 百万)	25
现金流量表(人民币 百万)	25
财务指标	25
资产负债表(人民币 百万)	25

1 海航控股：立足自贸港枢纽优势，铸就全球五星航空标杆

1.1 公司简介：自贸港超级承运人，五星服务引领客货协同发展

海航控股是海南自贸港主基地航司，正在推进自贸港“超级承运人”建设。公司于1993年1月成立，1996年11月由“海南省航空公司”更名为“海南航空股份有限公司”；1997年6月26日，公司B股在上海证券交易所上市，1999年11月25日A股上市，形成A、B股双重上市架构。2021年9月，辽宁方大集团被确定为海航集团航空主业战略投资者；同年10月，法院裁定批准重整计划，12月31日重整计划执行完毕，公司治理和资产负债结构进入新的发展阶段。2025年，公司完成天羽飞训100%股权收购，新增模拟机培训业务，航空运输产业链进一步延伸。

2025年，公司在中国六大区域运营8家航司，在海口、北京、广州、深圳等23个城市建立营运基地或分公司，共运营国内外航线近1,700条，其中国际及地区航线逾200条，覆盖亚洲、欧洲、北美洲、大洋洲和非洲，通航境外53个城市。旗下旗舰航空公司海南航空是中国内地第一家且唯一一家SKYTRAX五星航空公司，2025年第14次蝉联该项认证，并在SKYTRAX全球最佳航空公司排名中位列第十；2024年2月，海南航空因连续安全飞行1,000万小时获民航局“飞行安全钻石一星奖”。

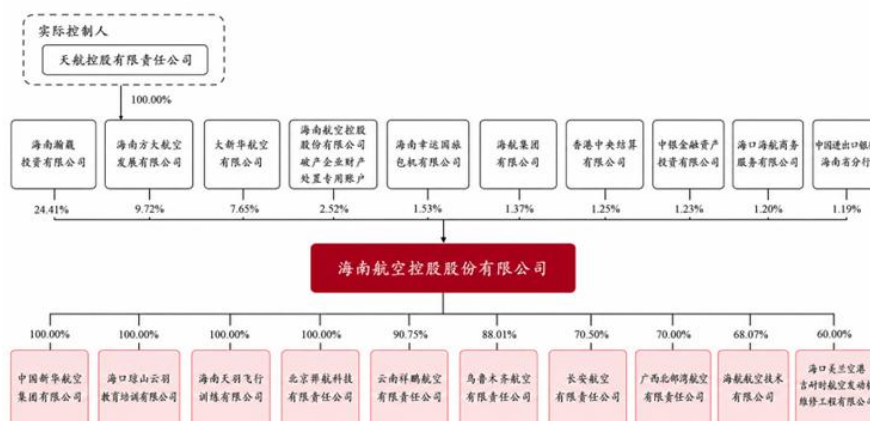
图表 1. 海航控股发展历程



资料来源：海南航空官网，海航控股2010年年度报告、2025年年度报告及相关公告，中银证券

据海航控股2025年年报披露，公司控股股东海南瀚巍投资有限公司及其一致行动人海南方大航空发展有限公司、大新华航空有限公司、American Aviation LDC、方威、海航飞翔航空俱乐部有限公司、海南尚品易购电子商务有限公司、海口恒禾电子科技有限公司、海南航农投资有限责任公司、上海方大投资管理有限责任公司等合计持有上市公司的股权比例为43.36%，控制权基础坚实。方威为公司的实际控制人。

图表 2. 海航控股股权穿透图（截至2025年年报）



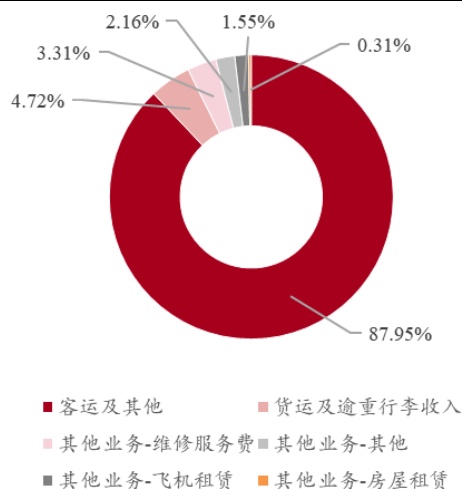
资料来源：公司公告，iFinD，Wind，中银证券

公司作为境内第四大航空运输企业，十四次蝉联 SKYTRAX “五星航空” 国际认证。公司拥有规模领先、结构优化的现代化机队，截至 2025 年 12 月 31 日，公司运营包括波音 B737、波音 B787、空客 A320、空客 A330、巴工 E190、C909 等先进机型在内的飞机 359 架，其中宽体客机占比达 19.50%，显著高于行业平均水平，平均机龄达 10.33 年。同时，公司积极布局完善航线网络，以海口为主运营基地，在中国六大区域运营 8 家航司，在海口、北京、广州、深圳等 23 个城市建立营运基地/分公司，构建了覆盖全国、辐射全球的航线网络，国内通航所有省区市，国际及地区航线通航境外 53 个城市，是连接海南自由贸易港与世界的空中主干道。此外，公司拥有行业顶尖的专业人才队伍与安全服务传承，旗下海南航空作为中国内地唯一一家 SKYTRAX 五星航空公司，已连续多年蝉联此项全球服务最高荣誉。

1.2 主营业务：主要经营航空客运服务，常态情景下客运业务占比超八成

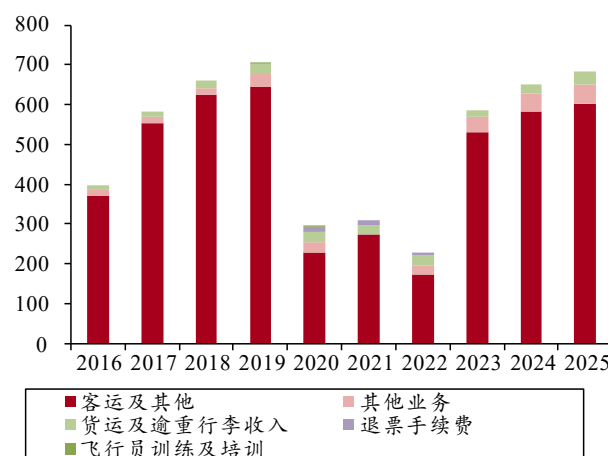
公司营业收入以客运及其他业务为核心，并由货运及逾重行李收入及其他业务构成；其中，其他业务主要包括维修服务、飞机租赁、房屋租赁等。常态经营下，客运及其他业务收入占比维持在八成以上。2022 年，受航空出行需求尚未完全恢复影响，公司客运及其他业务收入占营业收入的 76%；同期，货运及逾重行李收入占比提升至 11%，在客运需求承压阶段形成重要补充。2023 年以来，随着航空出行需求持续回暖、行业运力逐步恢复，公司客运主业快速修复，收入结构重新向客运业务集中。2025 年，公司实现营业收入 684.71 亿元，同比增长 4.96%；其中，客运及其他业务收入占比升至 87.95%，继续保持收入主导地位；货运及逾重行李收入占比为 4.72%；维修服务、飞机租赁、房屋租赁及其他业务合计占比约 7.33%，主要反映客运收入基数扩大、腹舱供给增加及市场竞争加剧后的结构性变化。整体看，公司业务结构已由疫情期间的阶段性波动回归至以客运为核心、货运和配套业务协同补充的常态化格局。

图表 3. 2025 年公司营业收入占比按业务分类(%)



资料来源：iFinD，中银证券

图表 4. 2016—2025 年公司分业务营业收入（亿元）



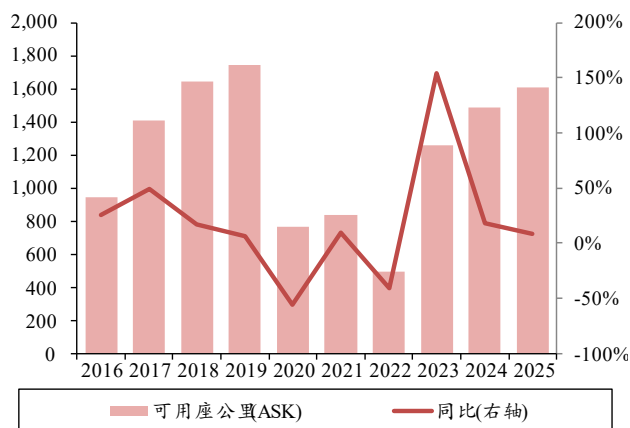
资料来源：iFinD，中银证券

1.3 经营状况：经营态势持续向好，货运收益显著提升

2025 年，海航控股经营修复由收入端进一步延伸至运营端，运量、运力与航线网络同步改善。公司全年实现总周转量 1,383,787 万吨公里，同比增长 11.63%；旅客运输量达 7,058 万人次，同比增长 3.75%；货邮运输量达 60 万吨，同比增长 20.08%。上述指标显示，公司客运主业需求持续恢复，货运业务亦在低基数与国际航线修复背景下贡献增量。辽宁方大集团入主四周年以来，公司持续推进经营重整与管理优化，航线网络覆盖全球 1,700 余条国内外航线，全年飞行班次达 46.32 万班次，飞行小时达 122.84 万小时，运营规模和网络覆盖能力稳步恢复。

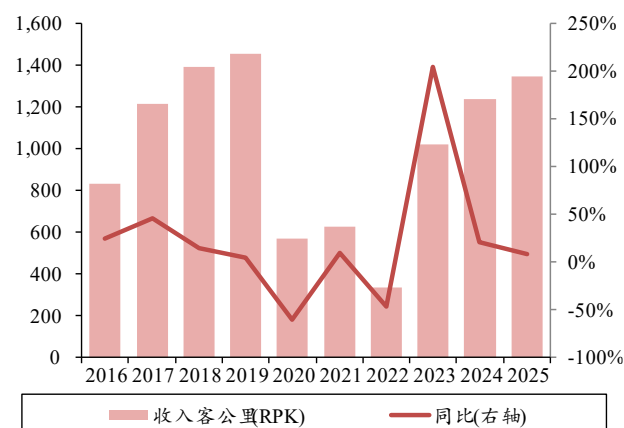
从运力与需求匹配情况看，公司 ASK 与 RPK 同步增长，反映运力投放恢复的同时具备较强需求承接能力。2025 年，公司可用座公里(ASK)达 1,605.04 亿座公里，同比增长 8.20%；收入客公里(RPK)达 1,344.84 亿公里，同比增长 8.58%，增速略高于 ASK，带动客座率提升至 83.79%。分市场看，国内市场 RPK 同比增长 2.62%，修复节奏趋于平稳；国际市场 RPK 同比增长 41.32%，明显快于国内市场，成为公司本轮运营改善的重要弹性来源。随着国际及地区航线持续恢复，公司航线结构有望进一步优化，并对收入质量和盈利弹性形成支撑。

图表 5. 2016-2025 年公司 ASK 变动(亿座公里)



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 6. 2016-2025 年公司 RPK 变动(亿座公里)



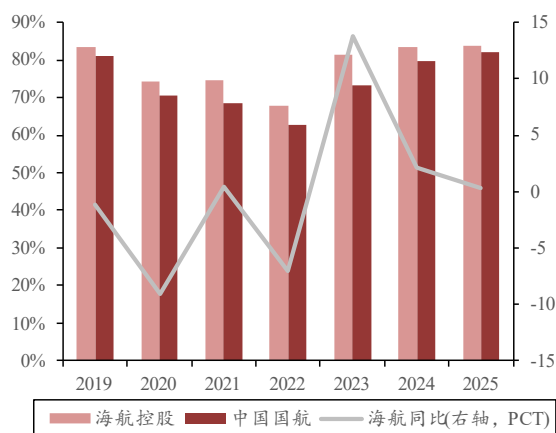
资料来源: iFinD, 中银证券

国际及地区航线恢复成为公司经营改善的重要抓手。公司顺应跨境旅游和国际出行需求回暖趋势，持续加密国际航线布局。2024 年，公司新开 22 条国际航线，全年累计运营 57 条国际及地区航线，周航班量达 180 班，恢复至 2019 年平均周航班量的 89%。国际航线的持续恢复有助于提升公司航线网络覆盖能力，并为后续客流增长和收入结构优化提供增量支撑。

公司同步加强高价值客户开发和辅营产品精细化管理，推动收入来源由单一客票收入向多元化收益延伸。2024 年，公司机构客户销售收入同比提升 15%，辅营总收入同比提升 18%。机构客户和辅营业务的增长，有助于改善客源结构和单位旅客贡献，增强公司在需求修复阶段的收益管理能力。

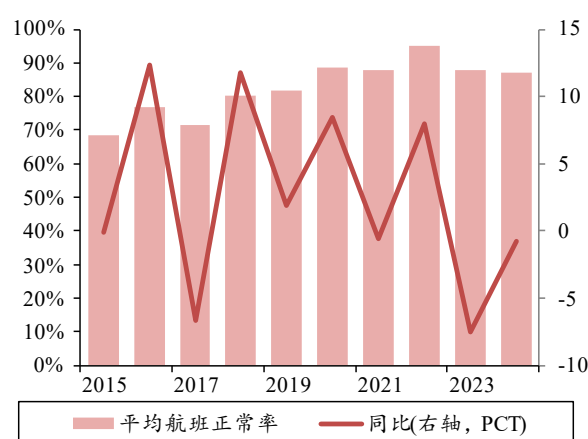
运营效率与服务质量同步改善，进一步夯实公司经营修复基础。2025 年，公司机队规模达到 359 架，全年净增飞机 11 架，运力投放稳步扩张；航班正常率达 92.04%，较行业均值高 0.95 个百分点，较 2024 年提升 3.59 个百分点，体现出较强的运行组织和服务保障能力。在可持续发展方面，公司作为中国民航首家获得能源管理体系认证的航空企业，2025 年推进 30 多个节能减排管控项目，全年累计节省燃油 13.8 万吨、减少二氧化碳排放约 43.5 万吨。节能减排项目在提升 ESG 表现的同时，也有助于优化燃油使用效率，增强成本端管控能力。

图表 7. 2019-2025 年公司客座率变化



资料来源: iFinD, 中银证券

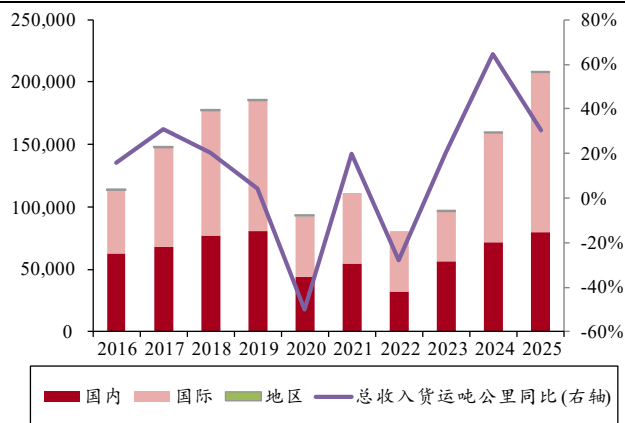
图表 8. 全国航空公司平均航班正常率变化



资料来源: iFinD, 中银证券

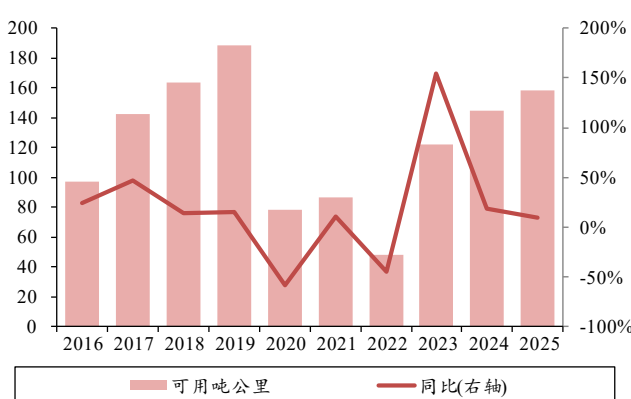
海航控股货运业务在经历疫情期间波动后进入修复通道，国际货运恢复与运力结构优化共同推动货运指标改善。2025 年，公司可用货运吨公里 (AFTK) 达 158.00 亿吨公里，同比增长 8.95%；收入货运吨公里 (RFTK) 达 20.77 亿吨公里，同比增长 30.49%，RFTK 增速明显高于 AFTK，反映货邮运输需求恢复快于运力投放，货运舱位利用效率有所提升。分市场看，国际市场贡献主要增量，其收入货运吨公里增速高于国内市场，显示跨境货运需求恢复对公司货运业务形成支撑。结合海南自贸港建设带来的跨境物流、免税消费及临空产业发展空间，公司货运业务有望在客机腹舱资源利用、国际航线恢复和全货机运营协同中继续释放弹性，成为客运主业之外的重要收入补充。

图表 9. 2016-2025 年公司收入货运吨公里变化 (万吨公里)



资料来源: iFind, 中银证券

图表 10. 2016-2025 年公司可用吨公里变化 (亿吨公里)

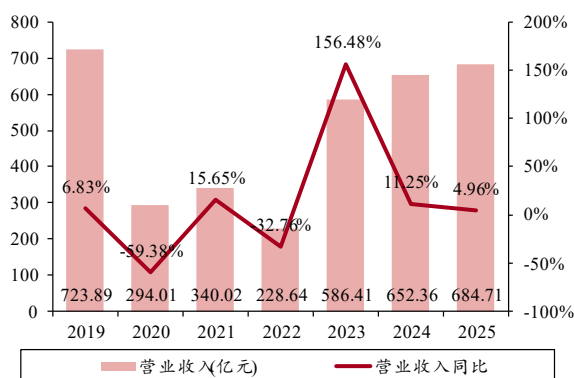


资料来源: iFind, 中银证券

1.4 财务概况：收入端回归疫情前区间，盈利能力进入修复通道

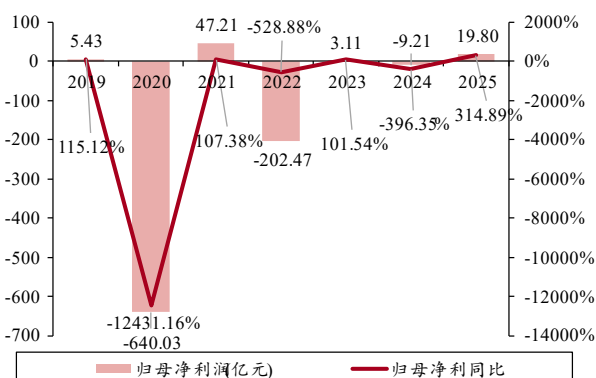
海航控股收入端已基本完成疫后修复，经营规模重新回到疫情前正常区间。疫情前，公司 2018/2019 年分别实现营业收入 677.64/723.89 亿元。疫情期间，航空出行需求受到显著冲击，公司收入中枢大幅下移，2022 年营业收入降至 228.64 亿元，为近年低点。随着航空客运需求恢复、航线网络修复及运力投放回升，公司收入规模自 2023 年起快速改善。2025 年，公司实现营业收入 684.71 亿元，同比增长 4.96%，已超过 2018 年水平，表明公司收入端已从疫情低谷回归至常态化经营区间。收入规模的恢复为后续利润修复提供基础。

图表 11. 2019-2025 年公司营业收入情况



资料来源: iFinD, 中银证券

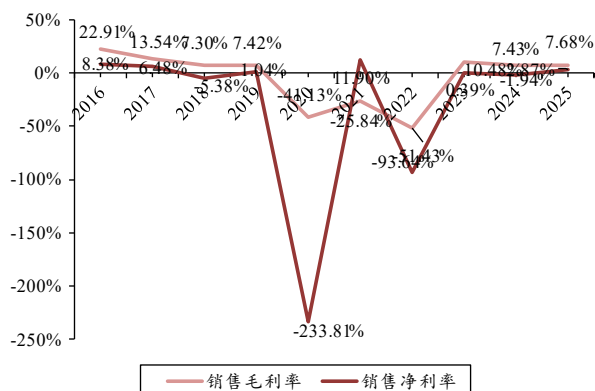
图表 12. 2019-2025 年公司归母净利润情况



资料来源: iFinD, 中银证券

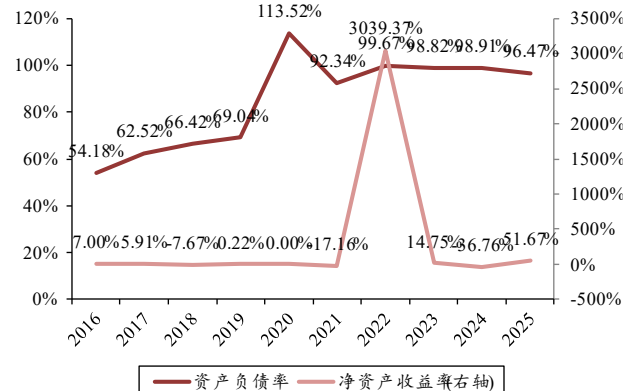
2025 年，海航控股实现归母净利润 19.80 亿元，同比增长 314.89%，完成扭亏为盈。相较收入端的逐步修复，公司利润端在疫情期间呈现更强波动性，主要源于航空业高固定成本、高经营杠杆的行业特征：当客流需求大幅收缩时，飞机折旧、租赁、人工、维修等刚性成本难以同步下降，收入下滑会被进一步放大至利润端。疫情前，公司 2019 年实现归母净利润 5.43 亿元；疫情冲击下，2020 年公司大幅亏损 640.03 亿元，利润表承压显著。2021 年公司虽实现归母净利润 47.21 亿元，但随后 2022 年在疫情反复、需求疲软及高油价等因素影响下再度亏损 202.47 亿元，显示彼时盈利修复基础仍不稳固。随着 2023 年以来航空客运需求持续恢复，公司利润端逐步回归修复通道，并于 2025 年实现归母净利润 19.80 亿元。利润由负转正表明，公司经营修复已从收入规模恢复进一步传导至盈利端，主业盈利能力和经营杠杆释放效果开始显现。

图表 13. 近十年公司销售毛利率和销售净利率



资料来源: iFinD, 中银证券

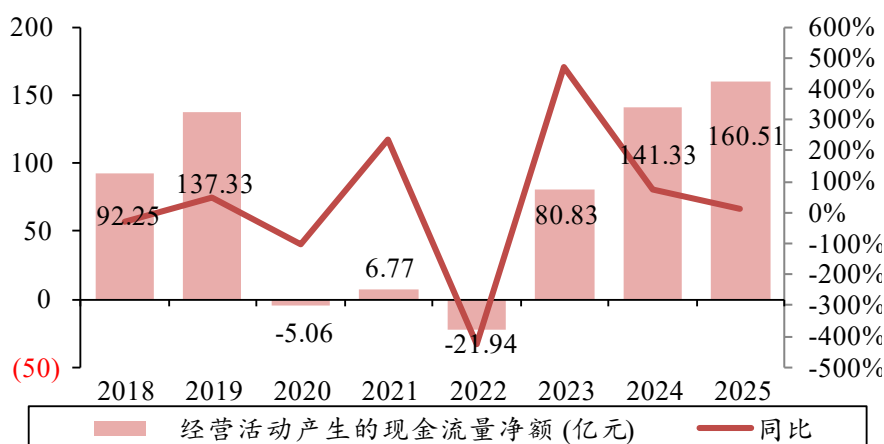
图表 14. 近十年公司净资产收益率和资产负债率



资料来源: iFinD, 中银证券

2025 年，公司盈利能力延续修复，收入恢复已逐步传导至利润率改善。毛利率方面，2025 年，公司销售毛利率为 7.68%，略高于 2019 年的 7.42%，表明主业经营效率已基本回到疫情前水平；净利率方面，2025 年，公司销售净利率为 2.87%，较 2019 年的 1.04% 提升 1.83 个百分点，反映收入规模恢复、运营效率改善及成本管控共同推动利润留存能力提升。整体看，公司盈利修复已从收入端扩张进一步体现至利润率层面，经营质量持续改善。

图表 15. 2018-2025 年公司经营活动现金净流量



资料来源: iFinD, 中银证券

2025 年，海航控股经营现金流延续修复，主业造血能力基本回归常态。公司全年经营活动产生的现金流量净额达 160.51 亿元，同比上升 13.57%，较疫情前 2019 年的 137.33 亿元恢复至 116.88%。相较利润指标，经营现金流更直接反映客流恢复、票款回收和日常经营周转质量。疫情期间，公司经营现金流受到航空出行需求收缩冲击，2020-2022 年分别为 -5.06 亿元、6.77 亿元和 -21.94 亿元，波动较为剧烈。2023 年以来，伴随航空客运市场复苏和公司航线运营恢复，经营现金流进入连续改善通道，2023/2024 年分别提升至 80.83/141.33 亿元。2025 年经营现金流进一步增至 160.51 亿元，已高于疫情前水平，表明公司收入修复已有效转化为现金回款，经营周转质量和主业资金生成能力持续改善。

2 航空行业：提供人货“空间位移”服务，近 15 年客运量增长 172.8%

2.1 商业模式：提供人货“空间位移”服务，分为商业航空和通用航空

航空运输是使用航空器运送人员、货物、邮件的一种运输方式。具有快速、机动的特点，是现代旅客运输，尤其是远程旅客运输的重要方式，为国际贸易中的贵重物品、鲜活货物和精密仪器运输所不可缺。航空运输所提供的产品是一种特殊形态的产品：“空间位移”。其产品形态是改变航空运输对象在空间上的位移，产品单位是“人公里”和“吨公里”。

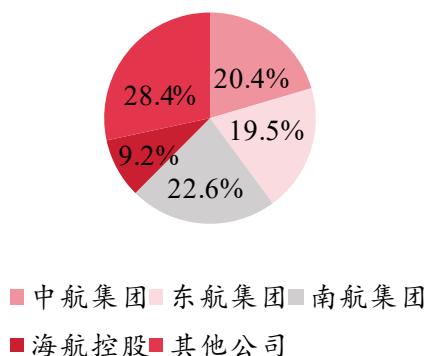
按照行业分类，我国民用航空主要分为商业航空和通用航空两大类。商业航空也称为公共航空运输，是指以航空器进行经营性的客货运输的航空活动，是以营利为目的。通用航空是指民用航空器从事公共航空运输以外的航空活动，包括抢险救灾、气象探测、海洋监测、科学实验、教育训练、文化体育等方面的飞行活动。

2.2 市场格局：三大航为航空运输龙头，海航为三大航之外市场占比较大航司

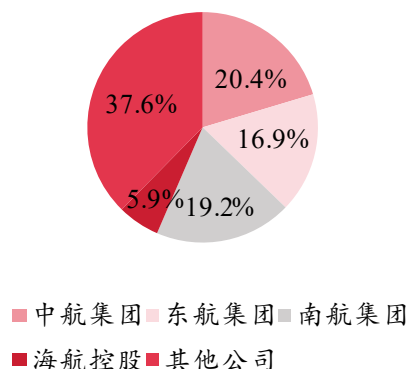
根据中国民用航空局发布的《2025 年民航行业发展统计公报》，截至 2025 年底，我国共有运输航空公司 65 家。按不同所有制类别划分：国有控股公司 38 家，民营和民营控股公司 27 家。在全部航空运输航空公司中，全货运航空公司 13 家，中外合资航空公司 9 家，上市公司 8 家。

国航、东航、南航在商业航空（航空运输）市场居于龙头地位，海航为三大航之外市场占比较大航司。2025 年，中航集团完成运输总周转量 360.02 亿吨公里，比上年增长 9.0%；完成旅客运输量 15733.11 万人次，比上年增长 3.4%；完成货邮运输量 207.18 万吨，比上年增长 11.4%。东航集团完成运输总周转量 327.08 亿吨公里，比上年增长 11.0%；完成旅客运输量 14994.30 万人次，比上年增长 6.7%；完成货邮运输量 171.43 万吨，比上年增长 10.2%。南航集团完成运输总周转量 390.57 亿吨公里，比上年增长 7.9%；完成旅客运输量 17373.19 万人次，比上年增长 5.5%；完成货邮运输量 195.81 万吨，比上年增长 6.8%。海航控股完成运输总周转量 138.38 亿吨公里，同比上升 11.63%；完成旅客运输量 7058 万人次，同比上升 3.75%；完成货邮运输量 60 万吨，同比上升 20.08%。

图表 16. 2025 年各航司旅客运输量比重



图表 17. 2025 年各航司货邮运输量比重

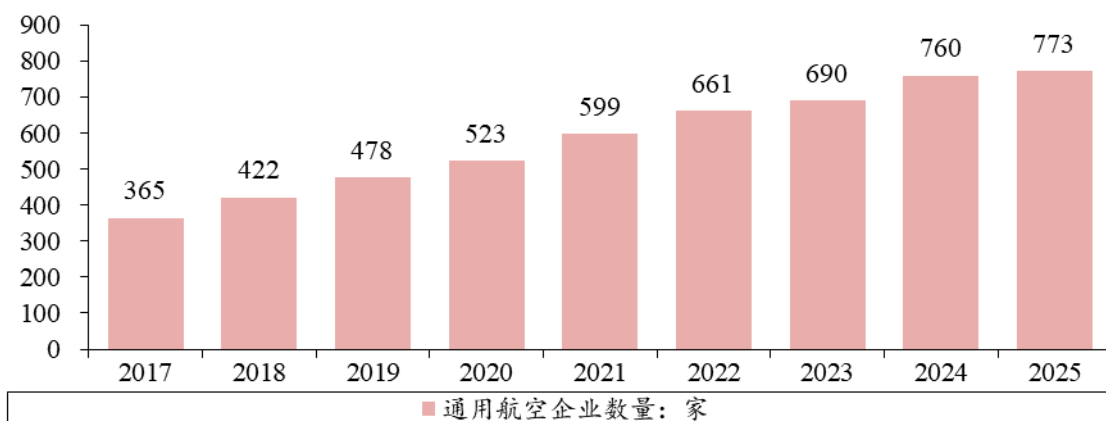


资料来源：2025 年民航行业发展统计公报，公司年报，中银证券

资料来源：2025 年民航行业发展统计公报，公司年报，中银证券

我国通用航空起步较晚，截至 2025 年底我国通用航空企业共 773 家。其中华北地区 149 家，东北地区 45 家，华东地区 225 家，中南地区 161 家，西南地区 128 家，西北地区 39 家，新疆地区 26 家。2025 年航空公司实现营业收入 7830.6 亿元，比上年增长 3.0%。我国传统通用航空规模持续扩大，但在机队规模、飞行活动强度和基础设施等方面，与美国等成熟通用航空市场仍有明显差距，行业发展仍不充分。

图表 18. 2017-2025 年通用航空企业数量



资料来源：中国民用航空局，中银证券

2.3 经营模式：全服务低成本互相转型，满足旅客出行多元化需求

航空公司按运输对象可分为客运航司和货运航司，按运营模式可分为全服务航司和低成本航司。客运航司主要承担国内及国际旅客运输，满足旅游、商务和探亲等出行需求；货运航司则主要运输普通货物、高价值货物、生鲜及医药产品等。

全服务航司通常提供餐饮、行李托运、机上娱乐等综合服务，并通过头等舱、公务舱和经济舱等差异化产品覆盖多层次客群，航线网络多采用枢纽轮辐模式。低成本航司则通过简化非核心服务、提高座椅密度和飞机利用率、采用相对单一的机型、发展点对点航线及提升直销比例等方式降低单位运营成本，并以较低票价吸引价格敏感型旅客。国内典型低成本航司包括春秋航空、九元航空、西部航空、祥鹏航空和乌鲁木齐航空等。

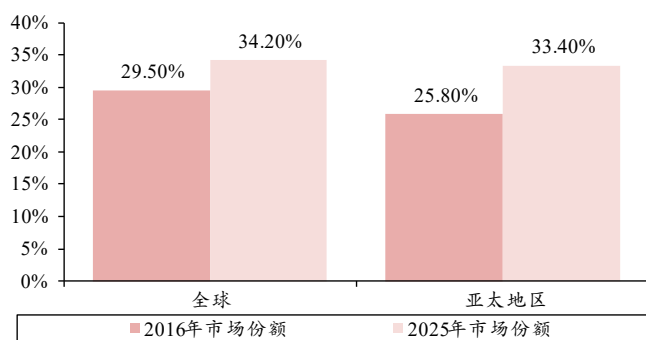
图表 19. 低成本航空公司与全服务航空公司经营模式对比

	低成本航司	全服务业航司
机队设置	单一机型（通常为 A320 或 B737） 座椅密度较高（如 A320 机型设置 180 个座位）	多种机型座 椅密度较低
舱位设置	单一舱位（不设公务舱和头等舱） 延长至凌晨和深夜起飞，提高日均飞行时间（平均飞机日利用率约 11 小时）	分设头等舱、公务舱与经济舱 通常利用早上 8 点至晚上 9 点的时刻，平均飞机日利用率约 9 小时
航线网络	多使用二线机场，周转速度快 中短途、点对点直线航线	使用航班密集的大机场，因此往返时间较长 以枢纽轮辐式航线为主
机场选择	偏向选择二线机场起降，并与其开展积极合作	大多选择国际、大型机场为枢纽起降
机票销售	以网络直销为主	目前以代理、自主营业部销售为主
附赠服务	无附赠服务，额外服务需收取费用（如机供餐饮、座位挑选、快速乘机等）	无额外收费下提供机上餐饮、娱乐活动、座位挑选等

资料来源：春秋航空招股说明书，中银证券

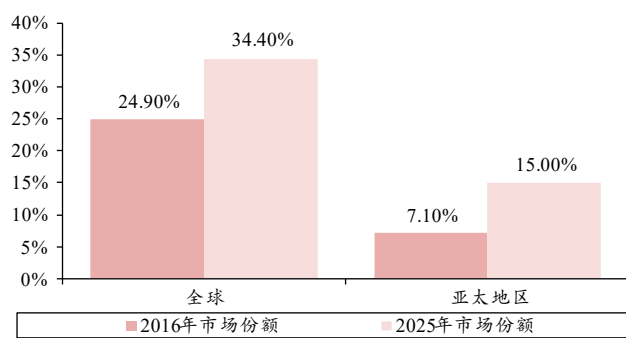
截至 2025 年，低成本航司市场占比相对较少，运力占据全球航空总运力的 1/3，同时呈现上升趋势。根据亚太航空中心统计，2016 年至 2025 年期间，全球低成本航空的区域航线市场份额从 29.5% 提高至 34.2%，国际航线市场份额从 24.9% 提升至 34.4%；亚太地区的国内航线市场份额从 25.8% 提升至 33.4%，国际航线市场份额从 7.1% 提升至 15.0%。在 2020 和 2021 年期间，由于疫情影响，低成本航司的运力占比有所下降，但 2022 年开始回升。根据 OAG 数据，从地区来看，2023 年 3 月，南亚地区低成本航司的运力占比最高，达到 63%，其次是东南亚地区，占比为 52%。根据亚太航空中心统计，2024 年我国低成本航空占国内航线市场份额为 12.5%，占比仍然较少，但市场需求结构化、差异化转变的趋势刚性不可逆，我国大众化航空出行需求有望日益旺盛，未来市场前景广阔，具有发展潜力。

图表 20. 低成本航空国内航线市场份额



资料来源：亚太航空中心，春秋航空年报，中银证券

图表 21. 低成本航空国际航线市场份额

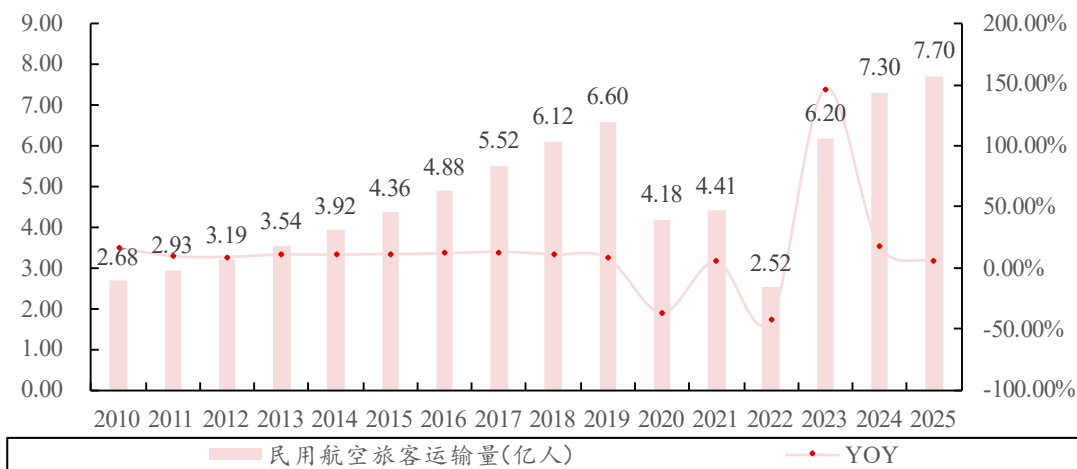


资料来源：亚太航空中心，春秋航空年报，中银证券

2.4 行业发展：近 15 年航空旅客运输量增长 162.65%，航空票价逐渐市场化定价

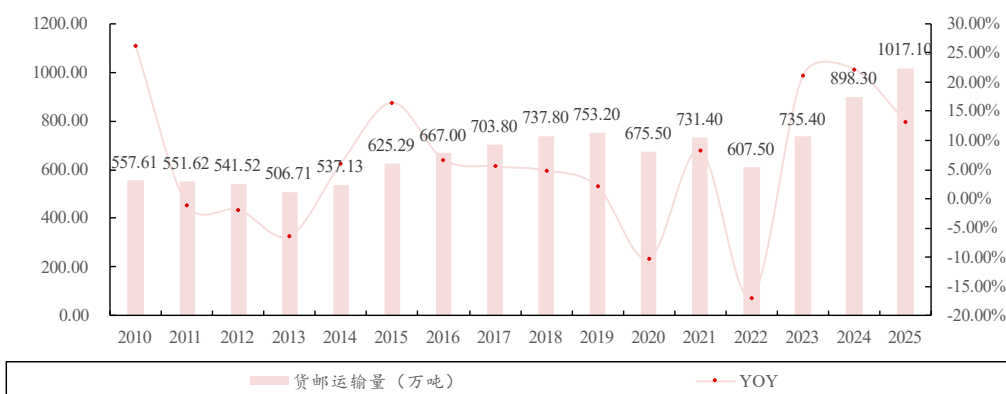
2025 年我国民航旅客运输量创新高，货邮运输量突破一千万吨。2013-2019 年民航旅客运输量不断上升，在 2019 年达到 6.6 亿人次，在 2020-2022 年由于受到新冠疫情的影响，旅客运输量大幅下降，并在 2022 年跌至 2.52 亿人次的低谷，疫情过后航空出行逐步复苏，2025 年旅客运输量达到 7.7 亿人次，同比增长 5.45%，创历史新高。货邮运输量在 2019 年前呈现上升势态，2020-2022 年因疫情影响而出现波动。2023-2025 年疫情影响减弱，货邮运输量不断上升，2025 年达到 1017.1 万吨，首次突破一千万吨，同比增长 13.22%。

图表 22. 2010-2025 年民用航空旅客运输量



资料来源：iFinD，中银证券

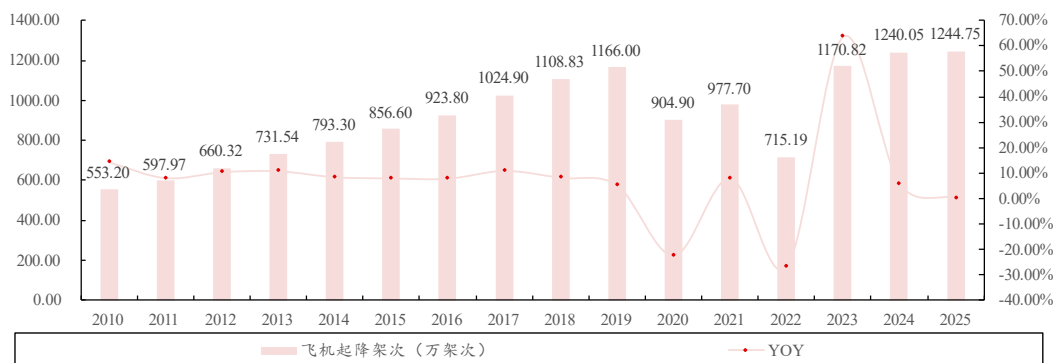
图表 23. 2010-2025 年货邮运输量



资料来源：iFinD，中银证券

民航不断完善基础设施，截至 2025 年末我国拥有运输飞机 4574 架。“十三五”以来，我国民航持续推进基础设施建设，民航基本建设和技术改造投资规模稳步扩大，北京大兴国际机场等一批重大工程相继建成投运。根据中国民用航空局《2025 年民航行业发展统计公报》，截至 2025 年，我国民航拥有运输飞机 4574 架、通用航空器 3140 架。

图表 24. 2010-2025 年民航运输机场飞机起降架次



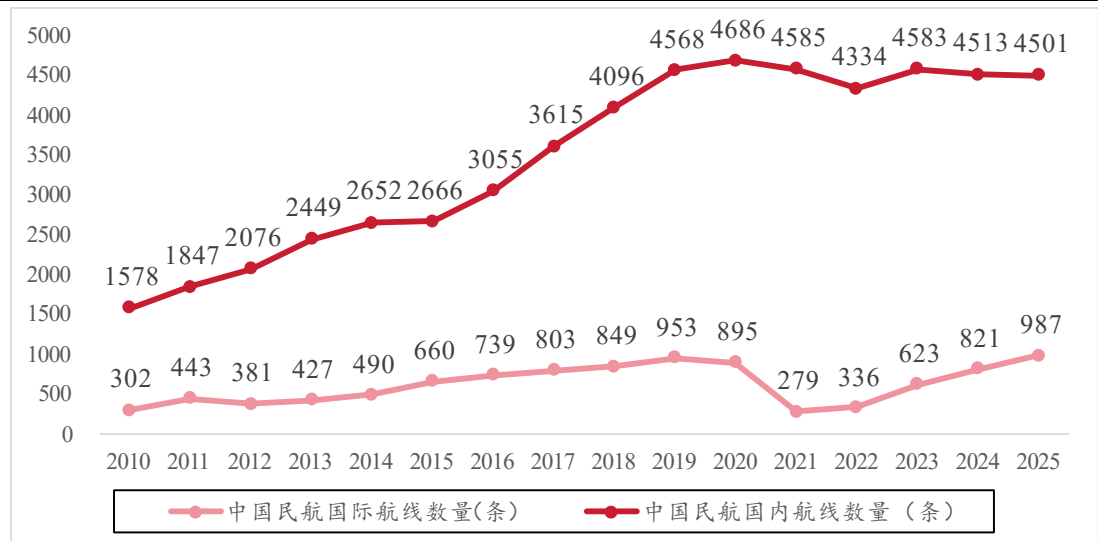
资料来源：iFinD，中银证券

航班正常率连续五年超过 85%。民航在满足出行与运输需求的同时，也注重服务质量的提升，根据 2021-2025 年民航行业发展统计公报，航班正常率连续五年超过 85%。2025 年，千万级机场旅客全流程无纸化能力达到 100%，国内行李全流程跟踪率达到 90.25%，购票环境不断优化，行李运输明显改善。

四大世界级机场群建设初具雏形。根据《2025 年民航行业发展统计公报》，截至 2025 年末，我国境内运输机场（不含香港、澳门和台湾地区）达到 270 个，通用机场达 513 个。我国正重点推进京津冀、长三角、粤港澳大湾区和成渝四大世界级机场群建设。京津冀机场群以北京首都、北京大兴两座枢纽机场为核心，天津滨海、石家庄正定等机场协同发展；长三角机场群以上海浦东、上海虹桥机场为核心，并由杭州萧山、南京禄口、合肥新桥等区域航空枢纽共同支撑；粤港澳大湾区机场群形成香港、广州、深圳国际航空枢纽多核驱动，澳门、珠海等机场多点联动的发展格局；成渝机场群以成都天府、重庆江北两座国际航空枢纽为核心，成都双流及区域内其他机场协同发展。

国际航线显著增加，“空中丝绸之路”互联互通能力不断增强。中国民航持续参与全球民航治理，自 2004 年首次当选国际民航组织理事会一类理事国以来连任至今，并于 2025 年第 8 次当选。中国坚持恪守《国际民用航空公约》的宗旨和目标，积极响应国际民航组织“不让一个国家掉队”倡议，推动国际民航安全、有序、高效和可持续发展。截至 2025 年 4 月底，中国已与 107 个共建“一带一路”国家签署政府间航空运输协定，覆盖近七成共建国家，为“空中丝绸之路”建设提供制度保障。2010 年-2025 年，中国民航国际航线数量从 302 条增至 987 条，国际网络进一步完善，国际竞争力显著提升。

图表 25. 2010-2025 年航线数量情况



资料来源: iFinD, 中银证券

随着近 20 年票价改革持续推进, 民航客票价格逐步市场化。我国民航国内航空运价改革始于 2004 年, 《民航国内航空运输价格改革方案》提出, 依据社会平均成本、市场供求状况、社会承受能力等确定运价基准价及浮动幅度, 基准价定为 0.75 元/客公里, 票价上浮不超过基准价的 25%; 下浮幅度方面, 除了部分实行市场调节价及下浮幅度不限的航线外, 下浮不超过基准价的 45%。2010 年, 头等舱、公务舱票价开始实行市场调节价。2013 年、2014 年相继新增 31、101 条国内航线实行市场调节价。2017 年末, 放开 5 家以上(含 5 家)航企参与运营的国内航线实行市场调节价。2020 年末, 民航局继续放开 3 家以上(含 3 家)航企参与运营的国内航线运价, 由航企依法自主制定, 运价全面市场化已成为大趋势。

图表 26. 中国民航客票价格管控逐步市场化

年份	文件	主要内容
2004	《民航国内航空运输价格改革方案》	政府价格主管部门由核定航线具体票价的直接管理, 转为对航空运输基准价和浮动幅度的间接管理。国内航空旅客运输票价以各航线公布票价为基准价, 平均为 0.75 元/客公里; 票价上浮幅度最高不得超过基准价的 25%。除实行市场调节价和票价下浮幅度不限的航线外, 其他国内航线票价下浮幅度最大不得超过基准价的 45%。
2010	《民航局 国家发展改革委关于民航国内航线头等舱、公务舱票价有关问题的通知》	民航国内航线头等舱、公务舱票价实行市场调节价。
2013	《中国民用航空局 国家发展和改革委员会 关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》	对旅客运输票价实行政府指导价的内航线, 均取消票价下浮幅度限制, 航空公司可以基准价为基础, 在上浮不超过 25%、下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平。
2014	《中国民用航空局 国家发展和改革委员会 关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》	放开民航国内航线货运运输价格, 新增 101 条国内航线实行市场调节价。
2016	《中国民用航空局 国家发展改革委关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》	800 公里以下航线和 800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线客票价格由航企依法自主制定。
2017	《中国民用航空局 国家发展和改革委员会 关于印发民用航空国内运输市场价格行为规则的通知》	头等舱、公务舱旅客运价实行市场调节价; 经济舱旅客运价根据航线竞争状况分别实行市场调节价和政府指导价。每家航空运输企业每航季上调实行市场调节价的经济舱旅客无折扣公布运价的航线条数, 原则上不得超过上航季相关航线总数的 15%; 不足 10 条的最多调整 10 条, 每条航线每航季累计上调幅度不得超过 10%。
2020	《中国民用航空局 国家发展和改革委员会 关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》	3 家以上(含 3 家)航空运输企业参与运营的国内航线, 国内运价实行市场调节价, 由航空运输企业依法自主制定。

资料来源: 国家发展改革委、中国民用航空局, 中银证券

3 海南封关：制度型开放重塑海南航空枢纽价值，海航控股有望受益于需求扩容、枢纽升级与成本优化

海南封关的本质，是在“一线放开、二线管住、岛内自由”框架下推动更高水平开放。2025 年 12 月 18 日，海南自由贸易港正式启动全岛封关运作；《海南自由贸易港建设总体方案》明确提出实施更加开放的航空运输政策，包括支持位于海南的主基地航司开拓国际航线、实施航空国际中转旅客及其行李通程联运、扩大第五航权并试点开放第七航权。对航空业而言，封关意味着海南正在由旅游目的地加速向区域航空门户枢纽演进。

对海航控股而言，海南封关是可能重塑公司增长中枢与估值逻辑的战略变量。截至 2025 年上半年，公司在海口市场占有率稳居行业第一；截至 2025 年 3 月，公司在海南全省市场份额维持第一。公司明确提出加快推进“3 网 1 通道”复合型网络战略，打造立足海南的航空运输超级承运人。基于公司主基地地位、国际航线拓展能力和产业链配套基础，我们认为封关红利有望沿“需求扩容—枢纽升级—成本优化—产业链协同”四条主线逐步兑现。

图表 27. 海南自由贸易港航空开放政策时间轴

时点	事件	主要内容
2020 年 6 月	《海南自由贸易港建设总体方案》发布	明确提出实施更加开放的航空运输政策，支持开放海南第三、第四航权，扩大包括第五航权在内的海南自贸港建设所需航权安排，并支持在海南试点开放第七航权；同时提出实施航空国际中转旅客及其行李通程联运，支持位于海南的主基地航司开拓国际航线。
2020 年 6 月	《海南自由贸易港试点开放第七航权实施方案》印发	民航局进一步细化第七航权试点安排，明确鼓励和支持指定外国空运企业在海南具有国际航空运输口岸的地点经营第三、第四、第五航权，并试点经营第七航权的定期国际客运和货运航班；其中第七航权航班每条航线客、货总班次每周最高分别为 7 班。
2021 年 6 月	《中华人民共和国海南自由贸易港法》施行	国家以立法形式明确在海南岛全岛设立海南自由贸易港，分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系，实现贸易、投资、跨境资金流动、人员进出、运输来往自由便利和数据安全有序流动。
2022 年 2 月	《“十四五”航空物流发展专项规划》印发	规划在“推进货运航权自由化安排”中提出，稳步推进在海南自由贸易港试点开放第七航权，推动自由贸易试验区所在城市的国际机场试点开放第五航权。
2023 年 12 月	海南首条第五航权客运航线开通	“金边⇌三亚⇌新加坡”航线开通，为海南首条第五航权客运航线，标志着海南自贸港在航权开放领域取得实质性突破，也为海南与东南亚地区的经贸往来、旅游合作和航空中转奠定基础。
2025 年 1 月	《国际客运航权市场准入和配置规则》印发	民航局完善国际客运航权市场准入和配置机制，提高主基地航司和枢纽运营人的航权配置优先级，并对海南航线适度放宽准入限制，支持海南自由贸易港建设。
2025 年 11 月	海口美兰机场实施“24 小时直接过境免办边检查验手续”	国家移民管理局新增包括海口美兰在内的 10 个国际机场，为 24 小时直接过境旅客提供免办出入境边防检查查验手续安排；对持有 24 小时内国际联程机票且不离开机场限定区域的旅客，进一步提高了过境便利化水平。
2025 年 12 月	海南首条第七航权客运航线落地	三亚⇌布拉格航线开通，为我国首条第七航权客运航线，海南在全国范围内率先完成第七航权客运业务的实操落地。
2025 年 12 月 18 日	海南自由贸易港全岛封关运作正式启动	海南自贸港进入封关运作新阶段。“一线放开、二线管住、岛内自由”的制度框架正式运行，海南与境外之间的开放通道进一步拓宽，与内地之间的制度边界更加清晰。

资料来源：中国政府网、国家法律法规数据库、民航局、国家移民管理局、海南省人民政府、新华社、央视新闻，中银证券

图表 28. 海南封关政策解读

政策	地域范围	核心内容
“一线放开”	境外 ↔ 海南	将海南自贸港与我国关境外其他国家和地区之间作为“一线”，实施一系列自由便利进出举措。
“二线管住”	海南 ↔ 内地	将海南自贸港与内地之间作为“二线”，针对“一线”放开的内容实施精准管理；除部分货物进入内地需要接受查验外，人员、物品和交通运输工具等进出海南仍按现行规定管理。
“岛内自由”	海南	在海南自贸港内，各类要素可以相对自由流通。

资料来源：国家发展改革委、国务院新闻办公室，中银证券

3.1 政策内核：封关不是封岛，制度型开放抬升海南航空资产战略价值

封关改变的是监管模式，不改变海南作为旅游岛和开放岛的流量属性。从政策表述看，“一线放开、二线管住、岛内自由”是海南自由贸易港封关运作的核心制度安排。“二线管住”主要针对货物流转和税制边界，“一线放开”则面向国际贸易、跨境要素流动和高水平开放。换言之，封关并不意味着海南对外开放程度下降，其核心在于通过制度重构提升国际人员、资本和服务流动的便利度。对航空运输业而言，这意味着海南作为国际旅客入口、跨境消费承接地和区域枢纽节点的地位有望系统性提升。

航空运输是海南自贸港制度红利的重要承接行业之一。一方面，航空本身承担“人员流动”与“高时效货物流动”的核心功能，与海南自由贸易港开放型经济的制度诉求高度契合；另一方面，航空也是承接国际开放、跨境消费、中转便利化和航权开放的重要载体，因此政策红利向航司收入端、网络端和成本端传导的效率相对更高。对海航控股而言，作为海南主基地航司，公司与海南航空开放政策的适配度将会较高，在相关红利承接方面具备较强的先发条件。

概括来看，封关前海南开放红利更多体现为离岛免税、免签入境、零关税等分项政策试点；封关后，海南自由贸易港则进入制度型开放阶段，“一线放开、二线管住、岛内自由”的运行框架正式落地。对航空业而言，这意味着海南由旅游消费目的地进一步向高水平开放门户和国际航空枢纽演进，国际客流、中转功能和成本端政策红利均有望加快释放。

图表 29. 封关前后海南开放模式变化

维度	封关前	封关后
对外开放方式	离岛免税、入境免签及“零关税”等分项政策逐步实施	“一线放开、二线管住、岛内自由”的制度框架全面落实
与内地关系	尚未实施全岛“二线”分线管理	海南与内地之间实施“二线”精准管理
岛内要素流动	各类便利化政策逐步推进	各类要素可以相对自由流通
对航空业影响	以传统旅游客流为主要需求基础	国际枢纽升级、成本优化与需求扩容并行航权开放、国际中转、需求扩容和成本优化协同推进

资料来源：国家发展改革委、国务院新闻办公室，中银证券

3.2 需求扩容：旅游消费、入境便利与商务会展共振，进出岛客流中枢有望抬升

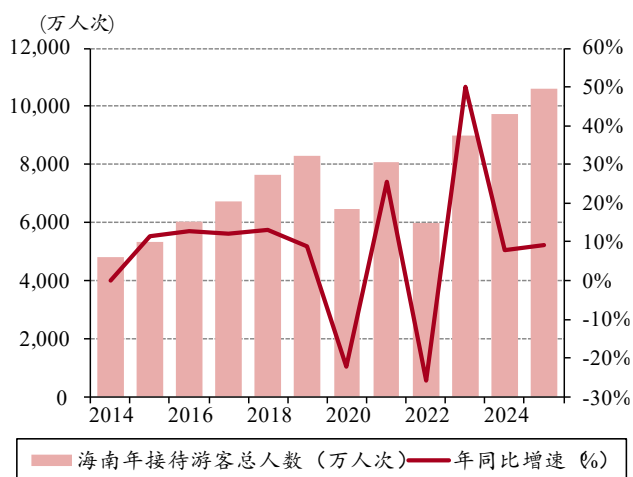
旅游消费仍将是封关红利向航空客运传导的第一驱动力。2025 年海南接待游客 10607.48 万人次，同比增长 9.12%，创历史新高；2024 年海南入境外国游客人数达 101.65 万人次，已接近 2019 年历史高点。这意味着海南已有充分的客流基础，封关对航空需求的意义则是在既有旅游和入境增长趋势上，进一步放大流量规模和消费强度。

客流结构多元化有望改善收益质量。随着 59 国免签入境海南的适用事由由旅游拓展至商贸、医疗、会展等场景，叠加离岛免税政策优化、会展及医疗旅游发展和国际中转能力提升，海南航空需求有望在旅游休闲客流基础上，进一步增加商务、会展、医疗和中转等多元需求。公司亦提出重点布局公商务及高端休闲旅客快线精品网，并构建“国际+国内”“国际+国际”高效中转网络。我们判断，非旅游客流占比提升有望降低航空需求对传统旅游旺季的依赖，改善航线客源结构和季节性波动，并为收益水平提升创造条件。



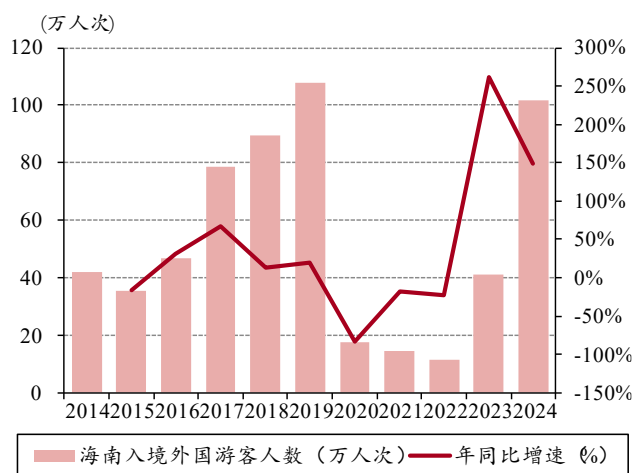
海航控股有望率先承接进出岛需求扩容。截至 2025 年上半年，公司在海口市场占有率居行业第一，同时持续优化“自贸港快线”等产品服务；从经营层面看，公司已经在海南、北京、广深、成渝、西安等核心市场加大运力投放，并围绕海口等枢纽完善国内快线和国际骨干网络。我们认为，在封关驱动海南进出岛客流中枢上移的背景下，公司主基地优势有望优先转化为客座率、频次和单位收益的改善。

图表 30：2014—2025 年海南游客数量及同比增速



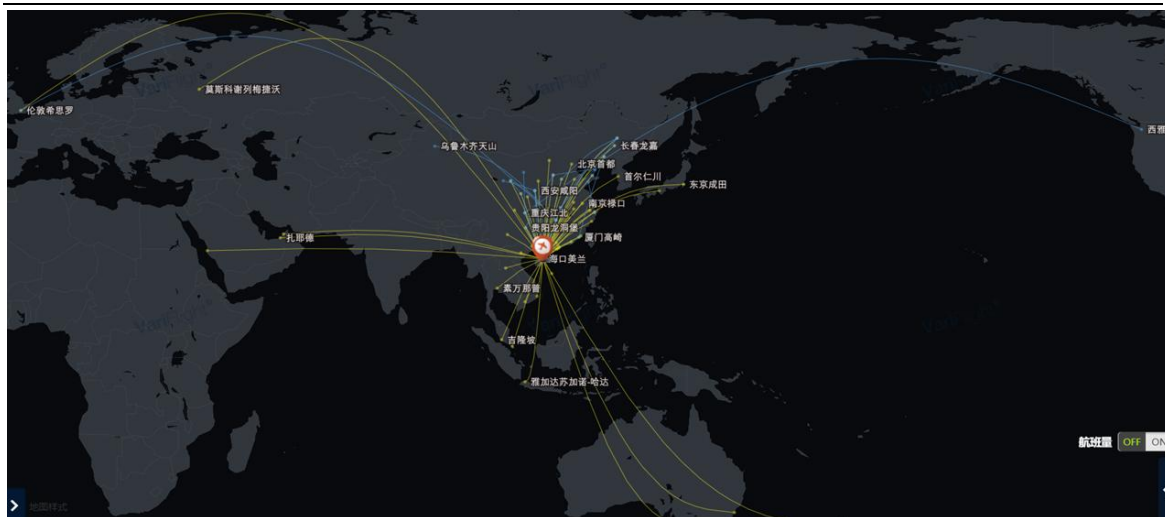
资料来源：iFinD，中银证券

图表 31: 2014—2024 年海南入境外国游客人数及同比增速



资料来源：iFinD，中银证券

图表 32. 2026 年 3 月海南航空海口美兰机场航线图



资料来源: VariFlight, 中银证券

3.3 枢纽升级：第五、第七航权与中转便利化落地，海口枢纽有望由“终点站”向“中转站”演进

航权开放与中转便利化,是海南航空枢纽价值提升的两项核心制度支撑。相较传统旅游目的地逻辑,海南自由贸易港航空开放政策的关键意义,在于推动海南由“客源目的地”进一步向“国际航线节点”和“区域中转枢纽”演进。其中,航权开放决定国际航线供给的弹性边界,中转便利化则决定枢纽组织效率和旅客换乘体验,两者共同构成海南航空枢纽升级的制度基础。

航权开放是海南航空枢纽价值提升的制度支点。中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，明确提出扩大第五航权，并支持在海南试点开放第七航权。第五航权是指外国航司在执行“本国—海南—第三国”航线时，可在海南与第三国之间单独载运旅客和货邮；第七航权则进一步放宽至无需以本国为起终点，即可直接经营“海南—第三国”国际航线。2025 年 12 月，海南首条第七航权客运航线正式落地，标志着海南航空开放政策由制度设计进入实操验证阶段，也意味着海南在国际航空通达性和国际航线组织能力上迈出关键一步。

图表 33. 海南航空开放政策工具及意义

政策工具	核心内容	对海南枢纽的意义
第五航权	外国航司在“本国—海南—第三国”航线中，可单独经营海南与第三国之间运输业务	提升海南国际通达性，增加国际航线供给
第七航权	外国航司无需以本国为起终点，可直接经营“海南—第三国”国际航线	强化海南独立枢纽属性，提升国际航线组织弹性
24 小时直接过境，免办边检查验	符合条件的中转旅客可免办边检查验手续	缩短中转流程，提高换乘效率
通程联运	国际中转旅客及其行李实现联程衔接	提升中转体验，增强海南枢纽承接能力

资料来源：新华网，国家移民管理局，中银证券

中转便利化将进一步提升海南的枢纽组织效率。海口美兰机场已推动启用国际中转厅，并实施“24 小时直接过境免办边检查验手续”；《海南自由贸易港建设总体方案》亦明确提出实施航空国际中转旅客及其行李通程联运。上述制度安排的核心，有助于降低中转摩擦、提升枢纽组织效率，使海南航空枢纽的功能由终端集散进一步向中转集散延伸。海南未来有望逐步承接更大规模的“国内——海南——国际”与“国际——海南——国际”中转流量。

海航控股具备将政策红利转化为网络红利的现实基础。截至 2025 年 3 月，公司在海南全省市场份额维持第一，并明确提出围绕海口主基地加快推进“3 网 1 通道”复合型网络战略，加大国际航线和枢纽建设力度。结合公司在北京、深圳、重庆等枢纽市场的资源布局，我们判断海航控股未来有望以海口为核心，将国内航线网络与国际骨干航线更高效衔接，从而实现由“海南承运人”向“自贸港枢纽承运人”的功能升级。

3.4 成本优化：“双 15 税制”、零关税与保税航油政策，有望改善公司盈利弹性

海南封关对海航控股的影响将从收入端和枢纽端进一步延伸至成本端。相较于传统航空股主要依赖客流恢复和票价改善的盈利修复路径，海南自贸港制度红利为公司提供了更具差异化的成本优化空间。具体来看，“双 15 税制”、零关税交通工具及航材、保税航油等政策，分别对应税负成本、机队及航材采购成本、航班运行成本三条传导路径。海航控股作为海南主基地航司，在本地航线组织、机队投放、航材保障和航油加注等环节具备更高政策承接度，成本端红利有望逐步转化为利润弹性。

“双 15 税制”有助于提升公司税后利润留存和主基地资源集聚能力。根据海南自由贸易港现行政策，对符合条件的鼓励类产业企业减按 15%征收企业所得税；对符合条件的高端和紧缺人才，其个人所得税实际税负超过 15%的部分予以免征。企业所得税优惠将直接改善公司税后利润和净利率水平，人才个税优惠则有助于增强海南基地对飞行、机务、运行控制、管理及技术人才的吸引力。航空业具备重资产、强运营、人才密集特征，税制优惠对海航控股的意义并不局限于短期利润增厚，也将体现在长期资源配置效率和主基地运营韧性的提升。

零关税政策有望降低机队引进和航材采购相关成本。海南自贸港政策明确，对符合条件的交通工具及游艇、生产设备、自用生产经营用原辅料等实行“零关税”安排。航空公司在飞机引进、航材备件、维修采购及生产经营要素配置等方面具备成本优化空间。飞机和航材是航司资本开支和维护成本的重要组成部分，相关采购成本下降有助于缓解资本开支压力，并降低机队维护和维修体系的综合成本。随着公司围绕海南主基地推进机队更新、航材保障和维修能力建设，零关税政策红利有望在中长期逐步释放。

保税航油政策有助于改善海南基地航班运行成本。2021年7月，财政部、海关总署、税务总局和民航局联合出台进出海南岛航班加注保税航油政策，明确在全岛封关运作前，进出海南岛的国内航线航班可在岛内国家正式对外开放航空口岸加注保税航油，所加注的保税航油免征关税、增值税和消费税；境内航空公司进出海南岛的国际及港澳台航班可参照执行。燃油成本通常为航司成本结构中的重要项目，保税航油政策将直接作用于航班运行环节。随着海南进出岛航班、国际航线和中转业务持续恢复，该政策有望改善公司海南基地相关航班的单位运行成本，并增强航线经营弹性。

从政策兑现节奏看，海南自贸港成本红利将呈现分层释放特征。企业所得税和人才个税优惠较早反映在税负水平和人才集聚能力上；保税航油政策对航班运行成本的影响更偏直接，尤其体现在进出岛航线和国际航线的边际成本改善；零关税飞机及航材政策则更多通过资本开支、折旧摊销、航材备件和维修采购成本逐步体现。三类政策共同作用下，公司成本端改善路径更加清晰，盈利修复基础有望进一步夯实。

海航控股具备将海南自贸港成本红利转化为盈利弹性的现实基础。公司作为海南主基地航司，在海口机场及海南区域航空市场具备领先份额，未来战略方向亦围绕海南主基地建设、国际航线拓展和枢纽功能升级展开。随着封关后税制优惠、保税航油、零关税飞机及航材等政策协同落地，公司有望在税负、采购和运行成本三方面形成综合优势，进而提升单位成本控制能力和利润弹性。对投资逻辑而言，海南封关对海航控股的价值不仅体现在需求扩容，也将通过成本优化强化公司中长期盈利修复的确定性。

图表 34. 海南自贸港成本端核心政策工具梳理

政策工具	政策内涵	对海航控股的潜在意义
企业所得税优惠	对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15% 税率征收企业所得税	有助于降低税负，增厚税后利润，提升净利率和利润留存能力
个人所得税优惠	对在海南自贸港工作的高端和紧缺人才，个人所得税实际税负超过 15% 的部分予以免征	有助于降低核心人才税负，提升人才吸引力，增强飞行、机务、管理等核心岗位集聚能力
“零关税”交通工具	符合条件企业可“零关税”进口营运用航空器等交通工具	有助于降低飞机引进成本，优化公司资本开支节奏
“零关税”生产设备/原辅料	符合条件企业进口自用生产设备、原辅料可享受免税	有助于降低设备和部分航材、维修相关投入成本，改善维修、备件与保障体系成本
保税航油	进出海南岛国内航线航班可在海南加注保税航油，免征关税、增值税和消费税	有助于降低航班运行燃油成本，改善海南主基地航班单位运营成本

资料来源：财政部、海航控股，中银证券

3.5 产业链协同：维修、货运与临空保障业务有望共享封关外溢红利

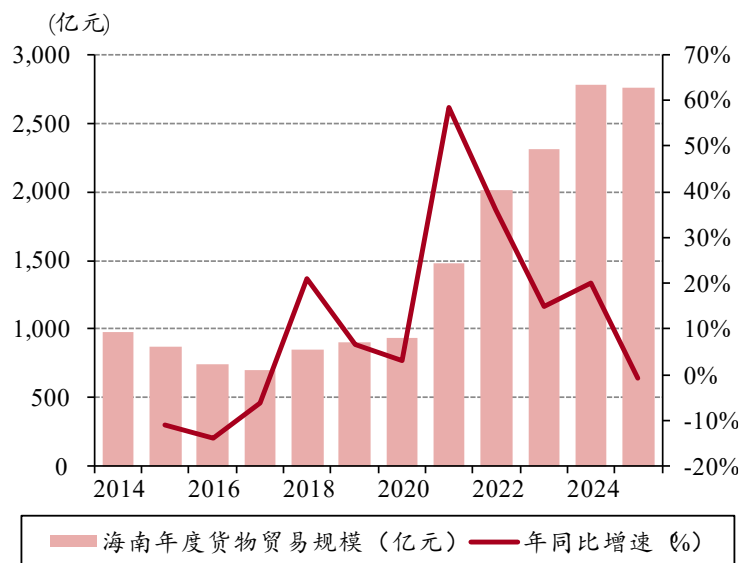
封关红利有望沿航空产业链进一步外溢，航空维修、货运物流与临空保障等环节均具备受益基础。海南航空开放政策将推动航班流、旅客流与产业要素同步集聚，带动海南由航空运输节点向航空产业组织平台升级。海航控股作为海南主基地航司，具备承接产业链外溢红利的区位和运营基础，公司受益逻辑将由客运需求扩容进一步延伸至维修保障、货运协同和临空服务等环节。

航空维修是海南自贸港最具代表性的航空产业链受益方向之一。交通运输部披露，2025 年累计超过 2,400 架次飞机选择在海南维修，进出口值突破 1,000 亿元，服务网络覆盖全球近 50 家航司；海南正依托维修周期缩短、政策配套完善等优势，加快打造面向全球的航空维修高地。对海航控股而言，公司年报已明确表示，旗下已有成熟企业开展飞机维修、发动机维修、飞机喷涂等航空辅业业务，未来将为经停自贸港的全球航司提供维修、地面保障等配套服务。这意味着，封关背景下海南维修产业发展壮大的过程，有望为海航控股带来航空维修这一新盈利增长点，在运输主业之外进一步强化维修保障和高附加值辅业协同。

2025 年，公司维修业务实现跨越式发展。公司 2025 年累计完成超 600 单机体维修、79 架次喷漆、2.2 万件附件维修及 16 台发动机交付，为客户免除航材关税约 1.1 亿元。其中，海航技术承接进境飞机维修业务 89 单，同比增长约 128%；吉耐斯实现发动机维修产值 8.32 亿元，同比增长 147%，同时吉耐斯跻身全球九大 GEnx-1B 发动机维修中心。

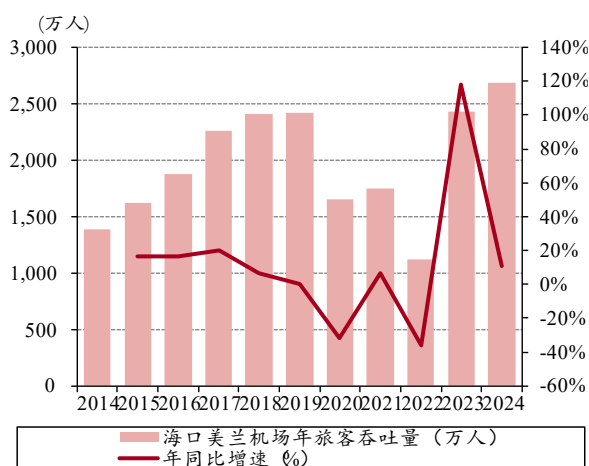
跨境贸易扩张与国际客货运网络完善,将为海航控股的腹舱货运和临空保障业务提供增量空间。“十四五”期间,海南企业货物贸易进出口已突破万亿元,年度货物贸易规模由2020年的933亿元提升至2025年的2,760亿元,自贸港建设已显著提升海南外向型经济活跃度。与此同时,海口美兰机场2024年旅客吞吐量达2689万人次,货邮吞吐量接近21万吨,均已超出疫情前水平,位居历史高点;2025年,海口美兰机场国际及地区旅客吞吐量超过152万人次,同比增长26.8%,全年累计运营国际及地区客运航线47条、境外通航城市28个;机场还保障国际及地区中转旅客约55万人次,同比增长超过40%。贸易规模扩张与国际航线网络完善同步推进,意味着海南对高时效物流、腹舱货运和地面保障的需求均有望持续提升。

图表 35. 2014—2025 年海南年度货物贸易规模 (亿元)



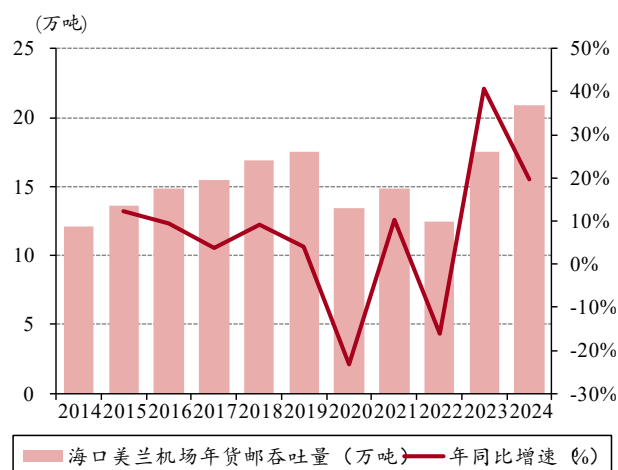
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 36: 2014—2024 年海口美兰机场年旅客吞吐量



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 37: 2014—2024 年海口美兰机场年货邮吞吐量



资料来源: iFinD, 中银证券

从经营映射看,产业链协同对海航控股的意义在于提升非票收入占比,并增强盈利来源多元化。客运业务仍将是公司核心,但在封关制度、航权开放和中转便利化共同推动下,维修、喷涂、发动机、腹舱货运和地面保障等业务的协同价值将更加凸显。尤其在航空运输周期波动较大的背景下,辅业和临空保障业务的扩张有助于平滑单一票价周期对公司盈利的影响,提升公司整体经营韧性。

4 盈利预测及估值

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，2026-2028 年主要假设如下：

- ① 运力供给方面（可用座公里 ASK）：考虑到公司未来飞机引进速度较为平稳，国内、国际航线运力逐步恢复，我们假设公司 2026-2028 年 ASK 分别同比增长 8.44%/5.69%/4.47%。
- ② 客座率方面：考虑航空出行需求稳步复苏，海南封关带动海南客运量增长，我们假设 2026-2028 年客座率分别为 84.80%/85.00%/85.30%。
- ③ 票价水平方面：考虑到民航局持续加强行业宏观调控、深入整治“内卷式”竞争，国内航司价格竞争有望趋于理性，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 2026-2028 年客公里收益分别为 0.47/0.48/0.48 元。
- ④ 营业成本及毛利率方面：考虑到国际局势波动带来航空燃油价格变化，公司机队规模逐渐扩张，客座率逐步回升，我们假设公司 2026-2028 年航空油料成本分别同比增加 40.42%/9.33%/7.53%，非油成本分别同比增加 4.01%/4.54%/3.38%，营业成本分别同比增加 15.58%/6.39%/5.02%，并据此计算得到公司 2026-2028 年毛利率分别为 7.64%/9.01%/10.52%。

4.2 盈利预测

基于以上假设，我们预测海航控股 2026-2028 年营业收入分别为 791.02/854.26/912.30 亿元，同比增速分别为 15.5%/8.0%/6.8%，实现归母净利润分别为 21.40/35.61/53.42 亿元，对应 PB 分别为 7.8/5.2/3.5 倍。

图表 38. 海航控股盈利预测及估值

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入（人民币 百万）	65,236	68,471	79,102	85,426	91,230
增长率（%）	11.2	5.0	15.5	8.0	6.8
EBITDA（人民币 百万）	12,264	12,616	13,520	15,076	16,832
归母净利润（人民币 百万）	(921)	1,980	2,140	3,561	5,342
增长率（%）	(396.4)	314.9	8.1	66.4	50.0
最新股本摊薄每股收益（人民币）	(0.02)	0.05	0.05	0.08	0.12
市盈率(倍)	(62.4)	29.0	26.9	16.1	10.8
市净率（倍）	25.5	11.0	7.8	5.2	3.5
EV/EBITDA（倍）	21.3	21.3	16.2	12.8	9.7
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

注：股价截至 2026 年 8 月 13 日



图表 39. 海航控股业务拆分及预测

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
ASK 可用座位公里(百万客公里)	49520.49	125547.71	148343.26	160503.74	174056.27	183959.35	192183.63
yoy(%)	(40.93)	153.53	18.16	8.20	8.44	5.69	4.47
RPK 收入客公里(百万客公里)	33515.08	102222.74	123853.91	134484.36	147599.72	156365.45	163932.63
yoy(%)	(46.47)	205.01	21.16	8.58	9.75	5.94	4.84
客座率(%)	67.68	81.42	83.49	83.79	84.80	85.00	85.30
客公里收益(元)	0.52	0.52	0.47	0.45	0.47	0.48	0.48
yoy(%)	19.08	(0.12)	(9.13)	(4.82)	5.19	1.49	1.36
航空客运收入(百万元)	17372.35	52921.85	58267.44	60219.70	69519.47	74742.68	79425.36
yoy(%)	(36.26)	204.63	10.10	3.35	15.44	7.51	6.27
可用货邮吨公里(百万吨公里)	1859.64	3274.36	3697.70	3827.35	4018.72	4219.65	4430.64
yoy(%)	(40.11)	76.07	12.93	3.51	5.00	5.00	5.00
货邮载运率(%)	43.17	29.52	43.58	54.28	60.00	65.00	68.00
收入货邮吨公里(百万吨公里)	802.72	966.67	1592.00	2077.38	2411.23	2742.77	3012.83
yoy(%)	(27.82)	20.42	64.69	30.49	16.07	13.75	9.85
货邮吨公里收益(元)	3.02	1.60	1.55	1.56	1.58	1.58	1.60
yoy(%)	44.09	(46.78)	(3.51)	0.47	1.56	0.00	1.27
航空货运收入(百万元)	2420.40	1551.21	2465.06	3231.75	3809.74	4333.58	4820.53
yoy(%)	4.00	(35.91)	58.91	31.10	17.88	13.75	11.24
其他业务收入(百万元)	3071.44	4168.03	4503.40	5019.47	5772.39	6349.63	6984.59
yoy(%)	(30.51)	35.70	8.05	11.46	15.00	10.00	10.00
营业收入合计(百万元)	22864.19	58641.09	65235.90	68470.92	79101.60	85425.90	91230.49
yoy(%)	(32.76)	156.48	11.25	4.96	15.53	8.00	6.79

资料来源：公司公告，中银证券

图表 40. 海航控股毛利率预测

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	22864.19	58641.09	65235.90	68470.92	79101.60	85425.90	91230.49
yoy(%)	(32.76)	156.48	11.25	4.96	15.53	8.00	6.79
营业成本(百万元)	34622.68	52492.96	60387.25	63212.45	73059.33	77728.51	81632.30
yoy(%)	(19.09)	51.61	15.04	4.68	15.58%	6.39%	5.02%
毛利(百万元)	(11758.49)	6148.13	4848.65	5258.47	6042.27	7697.39	9598.18
毛利率(%)	(51.43)	10.48	7.43	7.68	7.64%	9.01%	10.52%

资料来源：公司公告，中银证券

4.3 估值水平

海航控股最新 PB 值为 8.27 倍 (2026/08/07)。①自 2022 年 9 月 30 日公司股票复牌并撤销其他风险警示、A 股股票简称由“ST 海航”变更为“海航控股”以来，PB 均值为 25.10 倍，当前估值相对历史均值溢价水平为 32.95%。②百分位法：当前估值处在的百分位 50.68%。(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)。总体而言，公司估值水平相对合理。首次覆盖，给予公司增持评级。

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运输工具也会对本公司运输业务构成竞争。

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。

5.3 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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	65,236	68,471	79,102	85,426	91,230
营业收入	65,236	68,471	79,102	85,426	91,230
营业成本	60,387	63,212	73,059	77,729	81,632
营业税金及附加	169	190	212	229	245
销售费用	2,057	2,272	2,560	2,764	2,952
管理费用	1,156	1,189	1,388	1,498	1,600
研发费用	36	18	35	38	41
财务费用	5,160	2,303	2,033	1,521	819
其他收益	1,924	2,603	2,263	2,263	2,263
资产减值损失	0	(85)	0	0	0
信用减值损失	406	103	(20)	(20)	(20)
资产处置收益	117	129	123	123	123
公允价值变动收益	(116)	(46)	60	60	60
投资收益	54	664	302	302	302
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	(1,344)	2,653	2,543	4,374	6,669
营业外收入	214	47	270	270	270
营业外支出	50	55	55	55	55
利润总额	(1,180)	2,645	2,758	4,589	6,884
所得税	84	678	552	918	1,377
净利润	(1,264)	1,968	2,206	3,671	5,507
少数股东损益	(342)	(12)	66	110	165
归母净利润	(921)	1,980	2,140	3,561	5,342
EBITDA	12,264	12,616	13,520	15,076	16,832
EPS(最新股本摊薄, 元)	(0.02)	0.05	0.05	0.08	0.12

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	29,683	33,552	38,710	39,384	43,784
现金及等价物	11,500	13,546	15,649	16,901	18,049
应收账款	3,572	4,192	4,777	4,910	5,436
应收票据	57	40	72	49	80
存货	2,152	2,347	2,853	2,680	3,131
预付账款	1,395	1,817	1,895	2,054	2,094
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	11,008	11,608	13,463	12,791	14,995
非流动资产	112,024	118,734	109,825	98,675	87,383
长期投资	11,364	12,720	12,870	12,950	13,030
固定资产	37,096	35,867	35,473	32,699	28,960
无形资产	1,503	1,520	1,425	1,338	1,250
其他长期资产	62,061	68,627	60,058	51,689	44,143
资产合计	141,707	152,285	148,535	138,060	131,168
流动负债	36,482	45,435	53,537	53,288	51,517
短期借款	2,009	3,130	8,928	8,980	3,141
应付账款	7,468	7,636	9,821	8,752	10,754
其他流动负债	27,005	34,670	34,788	35,557	37,622
非流动负债	103,684	101,476	87,417	73,520	62,892
长期借款	47,518	41,578	29,386	14,968	4,600
其他长期负债	56,166	59,897	58,032	58,552	58,292
负债合计	140,166	146,911	140,954	126,808	114,409
股本	43,216	43,216	43,216	43,216	43,216
少数股东权益	(732)	109	176	286	451
归属母公司股东权益	2,273	5,265	7,405	10,966	16,308
负债和股东权益合计	141,707	152,285	148,535	138,060	131,168

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	(1,264)	1,968	2,206	3,671	5,507
折旧摊销	10,428	11,010	11,692	11,929	12,092
营运资金变动	5,369	128	1,782	(1,194)	1,551
其它	(400)	2,946	479	1,571	67
经营活动现金流	14,133	16,051	16,160	15,977	19,217
资本支出	(3,209)	(2,189)	(2,606)	(713)	(713)
投资变动	(3,384)	(788)	337	(10)	(10)
其他	5,986	560	405	415	415
投资活动产生的现金流	(606)	(2,416)	(1,864)	(308)	(308)
银行借款	2,306	(4,818)	(6,394)	(14,366)	(16,206)
股权融资	(8,309)	(12,943)	0	0	0
其他	(7,971)	5,229	(5,798)	(51)	(1,554)
筹资活动现金流	(13,973)	(12,533)	(12,193)	(14,417)	(17,761)
净现金流	(447)	1,102	2,103	1,251	1,148

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	11.2	5.0	15.5	8.0	6.8
营业利润增长率(%)	(98.8)	297.4	(4.2)	72.0	52.5
归属于母公司净利润增长率(%)	(396.4)	314.9	8.1	66.4	50.0
息税前利润增长(%)	(44.6)	(12.5)	13.7	72.2	50.6
息税折旧前利润增长(%)	(7.9)	2.9	7.2	11.5	11.6
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(396.4)	314.9	8.1	66.4	50.0
获利能力					
息税前利润率(%)	2.8	2.3	2.3	3.7	5.2
营业利润率(%)	(2.1)	3.9	3.2	5.1	7.3
毛利率(%)	7.4	7.7	7.6	9.0	10.5
归母净利润率(%)	(1.4)	2.9	2.7	4.2	5.9
ROE(%)	(40.5)	37.6	28.9	32.5	32.8
ROIC(%)	1.0	0.6	0.9	1.7	3.1
偿债能力					
资产负债率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
净负债权益比	60.5	17.5	10.8	6.0	2.9
流动比率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	21.1	17.6	17.6	17.6	17.6
应付账款周转率	9.0	9.1	9.1	9.2	9.4
费用率					
销售费用率(%)	3.2	3.3	3.2	3.2	3.2
管理费用率(%)	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8
研发费用率(%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	7.9	3.4	2.6	1.8	0.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
每股净资产(最新摊薄)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
每股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	(62.4)	29.0	26.9	16.1	10.8
P/B(最新摊薄)	25.3	10.9	7.8	5.2	3.5
EV/EBITDA	21.3	21.3	16.2	12.8	9.7
价格/现金流(倍)	4.1	3.6	3.6	3.6	3.0

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得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刊载或转发的，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