

吉祥航空(603885)

报告日期: 2023年04月03日

利用率恢复速度在上市航司中居首，大周期中表现有望超预期

——吉祥航空更新报告

投资要点

- 吉祥3月执飞航班量恢复至19年的110%，执飞量、利用率恢复速度在上市航司中居首，Q1表现超预期

吉祥航空恢复速度为行业领先。根据航班管家数据，3月，吉祥航空航班执飞量10808班次，环比增加11%，恢复至19年的110%，在上市航司中排名第一，在航班量TOP20航司中排名第2（其中仅8家超过2019年同期），超过春秋的106%、联合航空的105%、中国国航的101%。利用率方面，2月起吉祥日利用率平均维持在8小时以上，3月末已超过19年同期，恢复速度在上市航司中居首。4月2日，三大航（平均）/春秋/吉祥/九元日利用率分别为6.7、7.4、8.2、8.8小时，分别较19年-0.9、+0.3、+0.8、+0.8小时。

根据民航预先飞行计划，23夏秋航季，吉祥航空国内航线计划航班量3664班次/周，同比22夏秋下降3%，同比19夏秋增加23%。

- 航空大周期扬帆起航，短期看“五一”兑现、中期看供给增速确定性下降

短期看五一假期兑现，Q2航空淡季不淡，Q3暑期出行旺季有望更旺。根据国际旅游岛商报报道，携程数据显示，3月1-29日，国内机票单程含税均价为842元，同比增长32.4%，为2009-11年航空强周期之后国内票价涨幅之最。五一假期将迎来年后首个出行高峰，早期预售数据火爆，我们预计航司低价票投放将比疫情前更克制，将对票价形成强支撑。携程数据显示，提前1个半月预订“五一”旅游产品的订单量同比增长超3倍，五一假期期间机票价格、酒店价格均有所上涨。

中期看十四五民航供给确定性降速逻辑演绎，涨价预期下航司利润弹性可观。根据航司公告，三大航19-25年机队规模CAGR约2.8%；三大航+春秋+吉祥来看，19-24年机队规模CAGR约为3.2%。十四五航空供给增速确定性下降，CAGR或从10%以上降至3%左右，疫后需求侧有望迎来持续爆发，供需错配有驱动强周期，同时机票全价天花板持续打开，22年冬春航季核心航线票价较17年底涨幅40%-70%，航司有望通过涨价步入强盈利周期。

- 吉祥航空18-19年业绩为低基数，随着宽体机利用率提升、九元航网效应显现，航空大周期下吉祥表现有望超预期

航空大周期序幕已拉开，我们认为吉祥航空表现有望超预期。1) 吉祥航空与三大航重叠的优质航线占比较高，在三大航主导市场的情况下，有望充分受益票价弹性。2) 受宽体机低利用率拖累，18-19年业绩为低基数。随着洲际航线拓展，在财政补贴与利用率提升的双重促进下，宽体机单机盈利能力有望迎来明显改善。3) 23年国内航司有序复飞737MAX，九元有望恢复接收MAX机型。19年起九元航空在主基地广州的时刻开始放量，21夏秋获得一线互飞时刻，未来航网效应有望显现，低成本市场空间广阔。4) 中期公司将保持快于行业的增速，成长性相对突出。若23-24年九元获批接收737MAX机型，吉祥航空机队规模增速有望创历史记录。

- 投资建议

航空大周期序幕已拉开，考虑宽体机利用率提升，假设24年平均票价在19年基础上涨10%，我们预计公司22-24年净利润分别为-37、18、30亿元。15年9月-19年12月，吉祥航空PE(TTM)中枢为24倍，按照24年PE 20-25X，目标市值600亿元以上，对应目标价27.10元/股，上调至“买入”评级。

- 风险提示

需求恢复不及预期，票价不及预期，油价、汇率大幅波动风险，突发事件。

投资评级：买入(上调)

分析师: 李丹
 执业证书号: S1230520040003
 lidan02@stocke.com.cn

研究助理: 李逸
 liyi01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 18.43
总市值(百万元)	40,804.12
总股本(百万股)	2,214.01

股票走势图



相关报告

- 《2022 预亏 35.7-42.3 亿元，关注国际线恢复进度》 2023.01.31
- 《Q3 收入利润边际改善，客收显著提升——吉祥航空 2022 三季报点评报告》 2022.10.29
- 《疫情、油价、汇率导致 Q2 亏损扩大，出行复苏周期弹性可期——吉祥航空 2022 半年报点评》 2022.08.31

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11767	8186	22143	27770
(+/-) (%)	16.49%	-30.43%	170.51%	25.41%
归母净利润	-498	-3724	1809	3024
(+/-) (%)	/	/	/	67.18%
每股收益(元)	-0.22	-1.68	0.82	1.37
P/E	-82.00	-10.96	22.56	13.49

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3658	3672	5937	9367
现金	1146	1534	1504	4155
交易性金融资产	104	121	123	116
应收账款	582	368	1081	1320
其它应收款	946	736	2121	2463
预付账款	319	361	494	604
存货	207	216	330	385
其他	353	337	284	325
非流动资产	40201	30036	31601	32727
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	12	2268	767	1016
固定资产	9338	10186	9563	8071
无形资产	847	1070	1363	1515
在建工程	7425	6570	5811	5419
其他	22577	9942	14098	16707
资产总计	43859	33708	37538	42095
流动负债	14766	16673	16412	15638
短期借款	8162	10890	8880	6960
应付款项	1114	1284	2076	2692
预收账款	0	189	170	285
其他	5490	4310	5286	5701
非流动负债	18993	10364	12643	14947
长期借款	4513	4513	4513	4513
其他	14480	5851	8130	10434
负债合计	33759	27036	29056	30584
少数股东权益	44	40	42	45
归属母公司股东权益	10056	6632	8441	11465
负债和股东权益	43859	33708	37538	42095

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1557	2786	995	4340
净利润	(498)	(3728)	1811	3028
折旧摊销	879	778	830	830
财务费用	540	872	851	726
投资损失	40	40	40	40
营运资金变动	(2675)	452	363	540
其它	3270	4372	(2900)	(823)
投资活动现金流	(1999)	(3305)	1718	620
资本支出	3543	(622)	709	1210
长期投资	7	(2256)	1502	(249)
其他	(5548)	(428)	(492)	(341)
筹资活动现金流	(15)	907	(2743)	(2309)
短期借款	1922	2728	(2010)	(1921)
长期借款	(1505)	0	0	0
其他	(432)	(1821)	(733)	(388)
现金净增加额	(456)	388	(30)	2651

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11767	8186	22143	27770
营业成本	11780	12583	18067	21801
营业税金及附加	6	4	11	15
营业费用	453	287	886	1111
管理费用	512	205	664	833
研发费用	79	33	78	83
财务费用	540	872	851	726
资产减值损失	12	0	3	11
公允价值变动损益	5	5	5	5
投资净收益	(40)	(40)	(40)	(40)
其他经营收益	857	678	740	758
营业利润	(793)	(5156)	2289	3914
营业外收支	133	133	133	133
利润总额	(660)	(5022)	2422	4047
所得税	(162)	(1294)	611	1019
净利润	(498)	(3728)	1811	3028
少数股东损益	(1)	(4)	2	3
归属母公司净利润	(498)	(3724)	1809	3024
EBITDA	881	(3261)	4251	5758
EPS (最新摊薄)	(0.22)	(1.68)	0.82	1.37

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	16.49%	-30.43%	170.51%	25.41%
营业利润	-7.94%	-549.75%	144.40%	70.97%
归属母公司净利润	-	-	-	67.18%
获利能力				
毛利率	-0.11%	-53.72%	18.41%	21.49%
净利率	-4.23%	-45.54%	8.18%	10.90%
ROE	-4.74%	-44.41%	23.88%	30.25%
ROIC	0.00%	-9.73%	7.76%	10.05%
偿债能力				
资产负债率	76.97%	80.21%	77.40%	72.66%
净负债比率	50.21%	68.17%	56.92%	48.90%
流动比率	0.25	0.22	0.36	0.60
速动比率	0.23	0.21	0.34	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.21	0.62	0.70
应收账款周转率	21.34	17.34	30.90	23.27
应付账款周转率	11.92	12.06	12.33	10.37
每股指标(元)				
每股收益	-0.22	-1.68	0.82	1.37
每股经营现金	0.70	1.26	0.45	1.96
每股净资产	5.11	3.00	3.81	5.18
估值比率				
P/E	-82.00	-10.96	22.56	13.49
P/B	3.60	6.15	4.83	3.56
EV/EBITDA	73.61	-19.43	15.00	10.73

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>