

吉祥航空(603885)

报告日期: 2023年04月18日

## 22年拓展成都基地, 未来三年机队增速将明显高于行业

### ——吉祥航空 2022 年报点评

#### 投资要点

- 吉祥航空公布 2022 年报: 营业收入同比-30%, 归母净利润-41.5 亿元**  
 2022 年, 吉祥航空取得营业收入 82.1 亿元, 同比-30%; 归母净利润-41.5 亿元, 去年同期为-5.0 亿元; 扣非归母净利润-41.6 亿元。其中 22Q4, 营业收入 17.2 亿元, 同比-35%; 归母净利润-11.9 亿元, 亏损同比扩大 7.4 亿元; 扣非归母净利润-11.4 亿元。业绩同比下滑主要因为 2022 年航班量低位运行、油价走高。
- 生产数据: 22 年末机队规模 110 架, 22-25 年机队规模增速接近 9.6%**  
 2022 年, 吉祥航空 ASK、RPK、客座率同比 21 年分别-35%、-43%、-8.3pct, 同比 19 年分别-43%、-55%、-17.9pct。  
**机队规模:** 2022 年末, 吉祥航空机队规模 110 架, 其中吉祥 87 架, 九元 23 架 (含 1 架 737MAX), 累计引进 4 架 (吉祥 3、九元 1)、退出 4 架、净增 0 架。  
**机队引进规划:** 23-25 年公司机队增速明显快于行业, 大周期下有望充分受益。23 年公司计划引进 13 架 (吉祥 9、九元 4), 退出 1 架, 净增 12 架飞机。23-25 年, 公司计划引进 13、12、10 架飞机, 对应吉祥 22-25 年机队规模增速接近 9.6%, 公司预计未来三年飞机相关资本开支计划总额为 6.3 亿美元。2021 年末三大航机队规模占全行业的 6 成以上, 根据三大航 2022 年报披露的机队引进规划, 三大航 22-25 年机队规模 CAGR 约 3.5%。
- 22 年座收同比+8%、单位成本同比+47%, 计提资产减值准备 1.1 亿元**  
**收入端: 航班量低位运行推高票价。** 22 年单位 ASK 收入 0.354 元, 同比 21 年+8%, 同比 19 年-14%; 单位 RPK 收入 0.526 元, 同比 21 年+21%, 同比 19 年+9%。其中, A320 客收 0.46 元, 同比 19 年-8%; B737 客收 0.44 元, 同比 19 年+19%; B787 客收 1.77 元, 同比 19 年+216%。  
**成本端: 油价走高、利用率低位拖累成本。** 公司 22 年单位 ASK 成本 0.481 元, 同比 21 年+47%。其中, 航油成本方面, 22 年航空煤油进口到岸完税价平均为 7540 元/吨, 同比 21 年+73%, 导致公司单位 ASK 燃油成本同比增加 60%至 0.15 元。非油成本方面, 公司单位扣油 ASK 成本 0.332 元, 同比 21 年+42%, 主要受低利用率拖累; 此外, 公司因未在约定期间内开发一块土地, 计提资产减值准备 1.1 亿元。  
**费用端: 人民币贬值产生汇兑损失 10.6 亿元。** 22 年单位 ASK 销售费用 0.016 元, 同比 21 年+29%, 同比 19 年-2%。单位 ASK 管理费用 0.024 元, 同比 21 年+65%, 同比 19 年+114%。财务费用方面, 22 年末人民币较 21 年末贬值 9.2%, 公司 22 年汇兑损失 10.6 亿元 (21 年为汇兑收益 2.2 亿元), 导致 22 年财务费用增至 20.8 亿元 (21 年为 5.4 亿元)。  
**资产端:** 22 年末可抵扣亏损的递延所得税资产 16.3 亿元, 期初为 3.1 亿元。
- 18-19 年业绩为低基数, 航空大周期下吉祥表现有望超预期**  
 自上海、南京主辅基地后, 吉祥 22 年成立成都天府辅基地, 有利于公司构建出成渝腹地和长三角腹地的干线通道, 利于未来扩大经营规模、提升盈利空间。  
**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 737 MAX, 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。

#### 投资评级: 买入(维持)

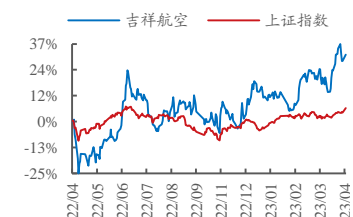
**分析师: 李丹**  
 执业证书号: S1230520040003  
 lidan02@stocke.com.cn

**研究助理: 李逸**  
 liyi01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 19.07
总市值(百万元)	42,221.08
总股本(百万股)	2,214.01

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《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》 2023.04.04
- 2 《2022 预亏 35.7-42.3 亿元, 关注国际线恢复进度》 2023.01.31
- 3 《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

**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年基础上上涨10%，我们预计公司23-25年净利润分别为18、30、32亿元。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，**维持“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。

**财务摘要**

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8210	22683	27931	29024
(+/-)(%)	-30.23%	176.28%	23.14%	3.91%
归母净利润	-4148	1810	3032	3242
(+/-)(%)	/	/	67.52%	6.93%
每股收益(元)	-1.87	0.82	1.37	1.46
P/E	-10.18	23.33	13.93	13.02

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)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3351	5968	9925	14738
现金	1189	1389	4665	9339
交易性金融资产	109	119	111	113
应收账款	471	1111	1250	1127
其它应收款	968	2385	2825	3136
预付账款	117	370	397	353
存货	209	326	372	384
其他	290	268	304	287
<b>非流动资产</b>	41796	36880	39267	37957
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	2	11	9	7
固定资产	12225	12258	11591	11974
无形资产	721	887	871	869
在建工程	6062	4831	3871	2729
其他	22786	18893	22925	22377
<b>资产总计</b>	45147	42848	49192	52695
<b>流动负债</b>	17860	16905	17928	18616
短期借款	10843	9060	9140	9466
应付款项	1110	1805	2013	2078
预收账款	0	0	0	0
其他	5907	6040	6775	7072
<b>非流动负债</b>	17718	14502	16775	16332
长期借款	3625	3625	3625	3625
其他	14093	10877	13150	12707
<b>负债合计</b>	35577	31407	34703	34947
少数股东权益	28	38	53	70
归属母公司股东权益	9542	11403	14435	17678
<b>负债和股东权益</b>	45147	42848	49192	52695

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	208	3732	3323	6115
净利润	(4169)	1819	3048	3259
折旧摊销	970	951	979	1022
财务费用	2076	1195	1252	1396
投资损失	16	16	16	16
营运资金变动	1863	(907)	(640)	333
其它	(547)	658	(1331)	90
<b>投资活动现金流</b>	(1734)	46	660	(277)
资本支出	(1523)	408	809	(102)
长期投资	10	(9)	3	1
其他	(221)	(353)	(152)	(177)
<b>筹资活动现金流</b>	1588	(3577)	(707)	(1164)
短期借款	2681	(1782)	80	326
长期借款	(888)	0	0	0
其他	(204)	(1795)	(786)	(1490)
<b>现金净增加额</b>	62	201	3276	4674

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8210	22683	27931	29024
营业成本	11164	17364	20276	20599
营业税金及附加	11	18	24	28
营业费用	378	957	1180	1263
管理费用	546	1174	1507	1666
研发费用	68	187	230	239
财务费用	2076	1195	1252	1396
资产减值损失	110	88	151	219
公允价值变动损益	2	2	2	2
投资净收益	(16)	(16)	(16)	(16)
其他经营收益	661	727	745	711
<b>营业利润</b>	(5495)	2414	4043	4311
营业外收支	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	(5485)	2424	4053	4321
所得税	(1316)	605	1005	1062
<b>净利润</b>	(4169)	1819	3048	3259
少数股东损益	(22)	9	16	17
<b>归属母公司净利润</b>	(4148)	1810	3032	3242
EBITDA	(3773)	4321	5909	6171
EPS (最新摊薄)	-1.87	0.82	1.37	1.46

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-30.23%	176.28%	23.14%	3.91%
营业利润	-614.23%	143.93%	67.47%	6.63%
归属母公司净利润	-	-	67.52%	6.93%
<b>获利能力</b>				
毛利率	-35.98%	23.45%	27.41%	29.03%
净利率	-50.78%	8.02%	10.91%	11.23%
ROE	-42.18%	17.23%	23.39%	20.11%
ROIC	-8.59%	6.61%	8.41%	8.24%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	78.80%	73.30%	70.55%	66.32%
净负债比率	52.42%	51.63%	48.30%	48.62%
流动比率	0.19	0.35	0.55	0.79
速动比率	0.18	0.33	0.53	0.77
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.18	0.52	0.61	0.57
应收账款周转率	15.60	27.21	20.82	18.94
应付账款周转率	11.26	13.39	12.08	11.33
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	-1.87	0.82	1.37	1.46
每股经营现金	0.09	1.69	1.50	2.76
每股净资产	4.31	5.15	6.52	7.98
<b>估值比率</b>				
P/E	-10.18	23.33	13.93	13.02
P/B	4.42	3.70	2.92	2.39
EV/EBITDA	-17.75	15.65	11.36	10.09

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>