

吉祥航空 (603885.SH)

年末疫情扰动全年亏损小幅扩大，看好长期前景

买入

核心观点

吉祥航空披露 2021 年年报：吉祥航空披露 2021 年报，全年营业收入 117.8 亿，同比增 14.7%，其中四季度营业收入 26.4 亿，同比降 10%；全年归母净利润-4.98 亿，四季度归母净利润-4.48 亿。

疫情频繁扰动，四个季度经营水平差异大，全年营收录得增长。2021 年内疫情频繁扰动，四个季度经营水平差异较大，其中第四季度因疫情反复，公司运投及运量均出现同比下降，运价相对弱势，拖累全年营收表现。全年来看，公司运力投放同比增 15.3%，旅客周转量同比增 16.0%，客座率 75.65%，同比提高 0.46pct，客公里收益 0.4087 元，同比增 2.2%。得益于全年业务量及运价整体修复，公司全年营收依然录得正增长。

航油成本大幅提高，费用基本稳定，业绩亏损延续。2021 年航油价格逐季度上行，公司航油成本显著提升 53.1%，但得益于年内折旧、维修等成本的下滑及其他成本的精细化管理，公司单位 ASK 非油成本同比下降 9.5%，总营业成本升幅可控。公司费用水平基本稳定，但四季度运营承压拖累全年业绩，全年亏损小幅扩大基本符合预期。

看好疫情结束后的周期弹性。2022 年政策层面坚持动态清零策略，各地疫情仍有反复的可能性，民航需求复苏的不确定性仍然存在，但行业性的供给收紧已经出现并将持续。不考虑 B737MAX 订单，三大航 2022 年客机机队增速仅为 3.4%，公司 2022 年机队扩张速度同样放缓。行业性谨慎扩张为周期反转创造先决条件，如有朝一日防疫政策松动需求全面复苏，民航向上弹性大。

风险提示：宏观经济超预期下滑，疫情反复，油价汇率剧烈波动，安全事故
投资建议：维持“买入”评级。

考虑到国内疫情反复带来的影响持续超出我们预期，全面复苏的时点可能推后，因此下调 2022-2023 年盈利预测，自 8.8 亿、26.8 亿下调至-4.6 亿、13.5 亿，引入 2024 年盈利预测，预计 2024 年公司业绩为 35.3 亿。我们继续看好疫情消退后的行业供需反转及公司业绩大幅回升，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,102	11,767	13,989	17,377	23,159
(+/-%)	-39.7%	16.5%	18.9%	24.2%	33.3%
净利润(百万元)	-474	-498	-463.42	1347.23	3526.79
(+/-%)	-147.6%	5.0%	—	-390.7%	161.8%
每股收益(元)	-0.24	-0.25	-0.24	0.69	1.79
EBIT Margin	-10.5%	-8.4%	-7.3%	8.5%	18.7%
净资产收益率 (ROE)	-4.4%	-4.9%	-4.8%	12.5%	26.6%
市盈率 (PE)	-53.2	-50.6	-54.3	18.7	7.1
EV/EBITDA	-276.5	-249.8	-151.7	28.7	12.4
市净率 (PB)	2.32	2.50	2.63	2.33	1.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·航空机场

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

S0980521030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	18.80 - 18.80 元
收盘价	14.40 元
总市值/流通市值	28310/25877 百万元
52 周最高价/最低价	19.14/11.40 元
近 3 个月日均成交额	137.90 百万元

市场走势



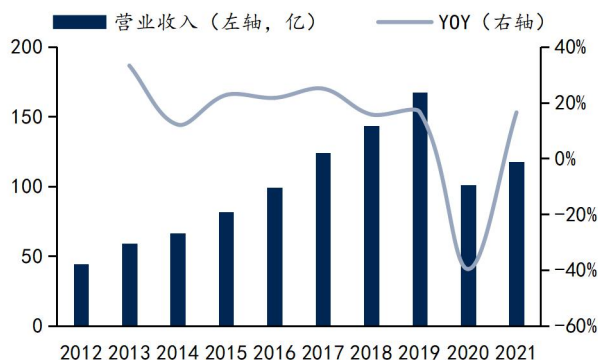
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《吉祥航空-603885-2021 年三季报点评：疫情扰动下毛利仍为正，费用提升业绩小幅亏损》——2021-10-28
- 《吉祥航空-603885-2021 年中报：2Q 显著盈利实现扭亏，疫情好转后业绩有望再度突破》——2021-08-03
- 《吉祥航空-603885-2021 年一季报点评：1Q 略超预期，关注后续外部投资》——2021-04-30
- 《吉祥航空-603885-2020 年年报点评：四季度逆势盈利，看好业绩复苏》——2021-04-21
- 《吉祥航空-603885-深度报告：民营航司翘楚，周期探底梦旅生花》——2021-03-06

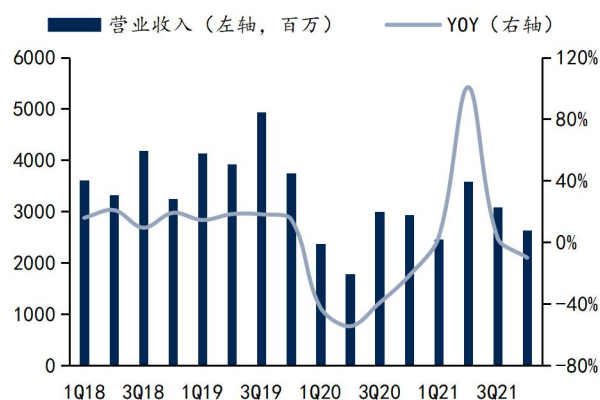
吉祥航空披露 2021 年年报：吉祥航空披露 2021 年报，全年营业收入 117.8 亿，同比增 14.7%，其中四季度营业收入 26.4 亿，同比降 10%；全年归母净利润-4.98 亿，四季度归母净利润-4.48 亿。

图1：吉祥航空营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：吉祥航空单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



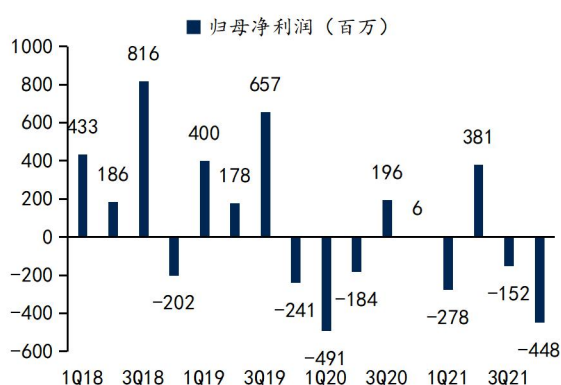
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：吉祥航空归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：吉祥航空单季归母净利润及增速（单位：百万）

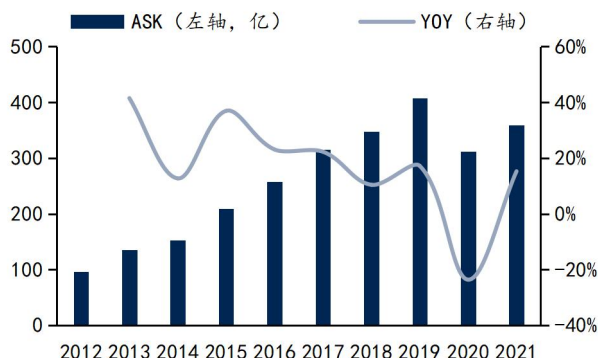


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情频繁扰动，四个季度经营水平差异大，全年营收录得增长。2021 年内疫情频繁扰动，四个季度经营水平差异较大。一季度“就地过年”市场低迷，二季度市场大幅反弹公司强势盈利，三季度先强后弱出现转折，四季度因疫情反复，公司运投及运量均出现同比下降，运价相对弱势，拖累全年营收表现。

全年来看，公司运力投放同比增 15.3%，旅客周转量同比增 16.0%，客座率 75.65%，同比提高 0.46pct，客公里收益 0.4087 元，同比增 2.2%。得益于全年业务量及运价整体修复，公司全年营收依然录得正增长。

图5: 吉祥航空 ASK 及同比增速



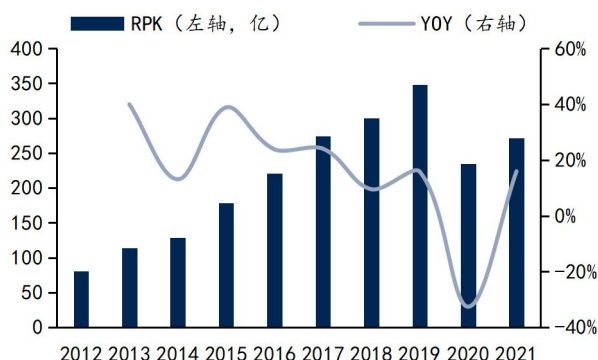
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 吉祥航空季度 ASK 及同比增速



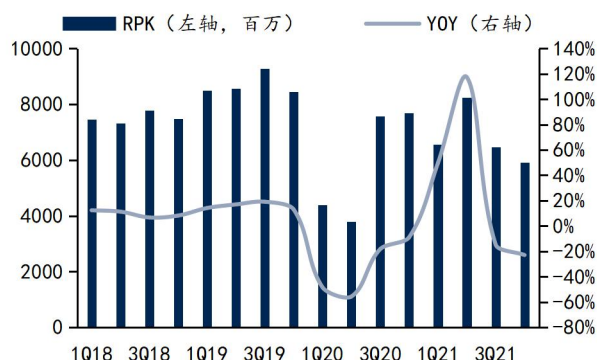
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 吉祥航空 RPK 及同比增速



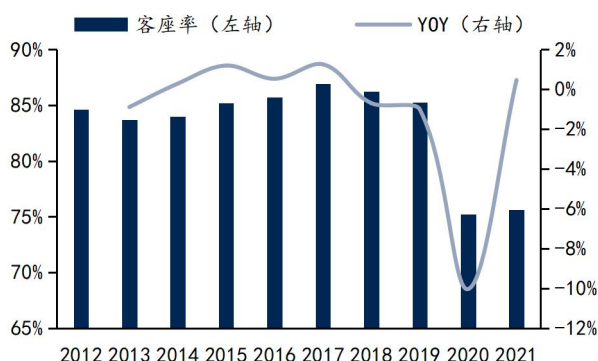
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 吉祥航空单季度 RPK 及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 吉祥航空客座率及同比变化



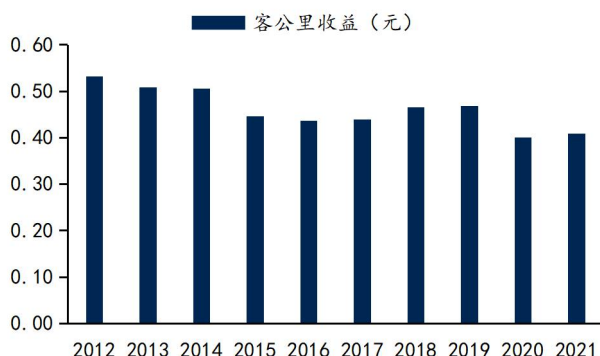
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 吉祥航空季度客座率



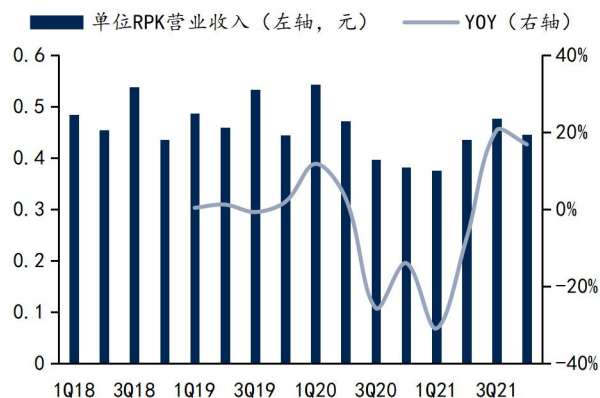
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 吉祥航空客公里收益变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 吉祥航空季度单位 RPK 营业收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

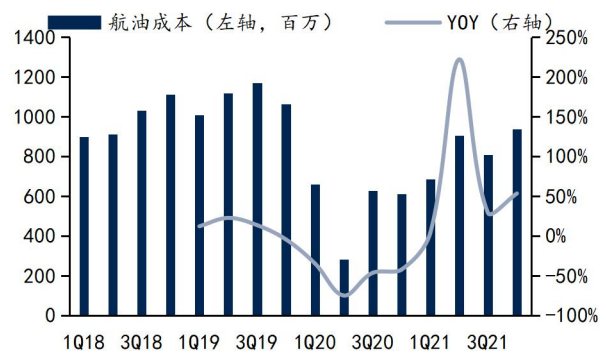
航油成本大幅提高，费用基本稳定，业绩亏损延续。2021 年航油价格逐季度上行，公司航油成本显著提升 53.1%至 33.4 亿，但得益于年内折旧、维修等成本的下滑及其他成本的精细化管理，公司单位 ASK 非油成本同比下降 9.5%至 0.2350 元，总营业成本升幅可控，为 117.8 亿，同比升 14.7%。

图13: 吉祥航空航油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 吉祥航空季度航油成本及同比



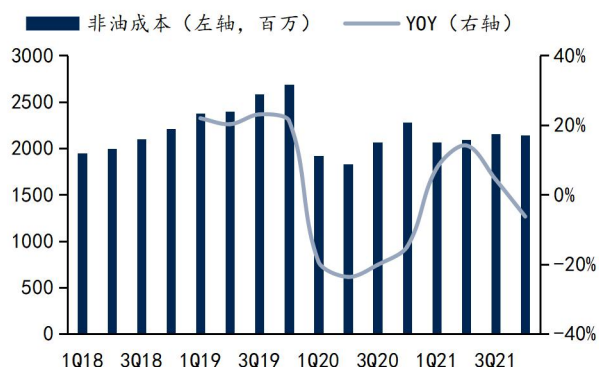
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 吉祥航空非油成本及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 吉祥航空季度非油成本及同比



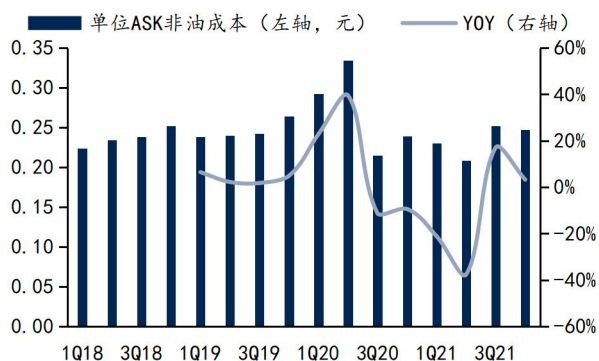
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 吉祥航空单位 ASK 非油成本及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

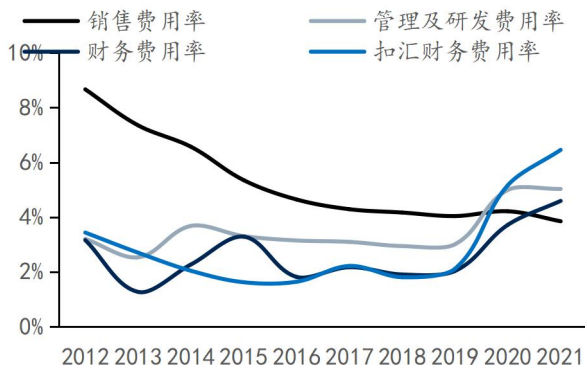
图 18: 吉祥航空季度单位 ASK 非油成本及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

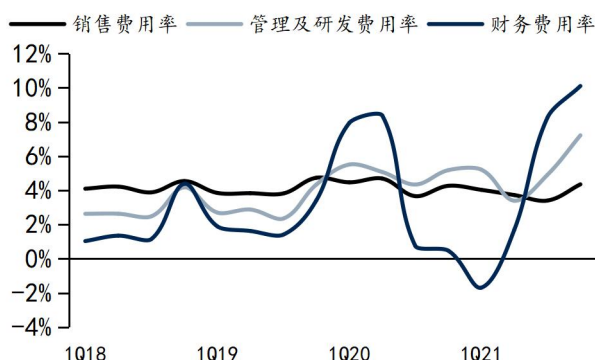
公司费用水平基本稳定，其中销售费用率 3.85%，同比下降 0.37pct，管理及研发费用率 5.03%，同比上升 0.04pct，财务费用因经租进表等因素影响上升 0.88pct 至 4.59%。公司全年其他收益 8.13 亿，同比有所增长。整体来看，因四季度运营承压拖累全年业绩，全年亏损小幅扩大基本符合预期。

图19: 吉祥航空费用率走势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 吉祥航空季度费用率走势



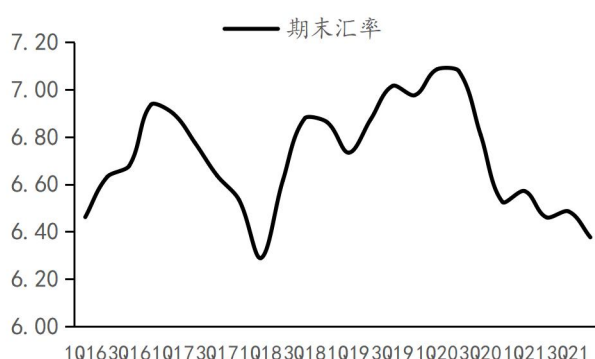
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 吉祥航空扣汇利润总额



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 季度末汇率走势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

看好疫情结束后的周期弹性。2022 年政策层面坚持动态清零策略，各地疫情仍有反复的可能性，民航需求复苏的不确定性仍然存在，但行业性的供给收紧已经出现并将持续。不考虑 B737MAX 订单，三大航 2022 年客机机队增速仅为 3.4%，公司 2022 年机队扩张速度同样放缓。行业性的谨慎扩张为周期反转创造先决条件，如有朝一日防疫政策松动需求复苏，民航向上弹性大。

投资建议：维持“买入”评级。

考虑到国内疫情反复带来的影响持续超出我们预期，全面复苏的时点可能推后，因此下调 2022-2023 年盈利预测，自 8.8 亿、26.8 亿下调至-4.6 亿、13.5 亿，引入 2024 年盈利预测，预计 2024 年公司业绩为 35.3 亿。我们继续看好疫情消退后的行业供需反转及公司业绩大幅回升，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济超预期下滑，疫情反复，油价汇率剧烈波动，安全事故

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1833	1146	1534	1504	1395	营业收入	10102	11767	13989	17377	23159
应收款项	1703	1529	1916	1904	2411	营业成本	10273	11780	13799	14544	17140
存货净额	207	207	254	227	223	营业税金及附加	5	6	7	9	16
其他流动资产	431	672	699	869	1158	销售费用	425	453	560	695	926
流动资产合计	4318	3658	4518	4625	5313	管理费用	456	512	649	659	752
固定资产	20307	16764	19182	21461	24573	财务费用	375	540	442	791	787
无形资产及其他	875	847	813	779	746	投资收益	88	(40)	(40)	100	150
投资性房地产	6789	22577	22577	22577	22577	资产减值及公允价值变动	(5)	5	(3)	(1)	0
长期股权投资	19	12	12	12	12	其他收入	601	766	0	0	0
资产总计	32308	43859	47103	49456	53222	营业利润	(749)	(793)	(1510)	778	3688
短期借款及交易性金融负债	8371	12438	15103	15982	16739	营业外净收支	103	133	900	1020	1020
应付款项	1211	1114	1631	1516	1560	利润总额	(646)	(660)	(610)	1798	4708
其他流动负债	1765	1214	1440	1515	1791	所得税费用	(161)	(162)	(146)	450	1177
流动负债合计	11346	14766	18174	19014	20090	少数股东损益	(12)	(1)	(1)	2	4
长期借款及应付债券	6019	4513	4513	4513	4513	归属于母公司净利润	(474)	(498)	(463)	1347	3527
其他长期负债	4059	14480	14780	15080	15298						
长期负债合计	10078	18993	19293	19593	19811	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	21424	33759	37467	38607	39901	净利润	(474)	(498)	(463)	1347	3527
少数股东权益	33	44	44	45	48	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	10851	10056	9592	10805	13273	折旧摊销	889	748	613	753	922
负债和股东权益总计	32308	43859	47103	49456	53222	公允价值变动损失	5	(5)	3	1	(0)
						财务费用	375	540	442	791	787
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(4308)	(6083)	581	129	(253)
每股收益	(0.24)	(0.25)	(0.24)	0.69	1.79	其它	(33)	(1)	(1)	1	3
每股红利	0.44	0.31	0.00	0.07	0.54	经营活动现金流	(3921)	(5839)	733	2232	4198
每股净资产	5.52	5.11	4.88	5.50	6.75	资本开支	0	2820	(3000)	(3000)	(4000)
ROIC	-3%	-3%	-3%	4%	10%	其它投资现金流	(32)	41	(11)	(6)	(6)
ROE	-4%	-5%	-5%	12%	27%	投资活动现金流	6722	2867	(3011)	(3006)	(4006)
毛利率	-2%	-0%	1%	16%	26%	权益性融资	(35)	0	0	0	0
EBIT Margin	-10%	-8%	-7%	8%	19%	负债净变化	(893)	(1505)	0	0	0
EBITDA Margin	-2%	-2%	-3%	13%	23%	支付股利、利息	(872)	(608)	0	(135)	(1058)
收入增长	-40%	16%	19%	24%	33%	其它融资现金流	975	6512	2665	879	756
净利润增长率	-148%	5%	—	-391%	162%	融资活动现金流	(2591)	2284	2665	744	(302)
资产负债率	66%	77%	80%	78%	75%	现金净变动	210	(687)	388	(30)	(110)
息率	3.5%	2.4%	0.0%	0.5%	4.2%	货币资金的期初余额	1622	1833	1146	1534	1504
P/E	(53.2)	(50.6)	(54.3)	18.7	7.1	货币资金的期末余额	1833	1146	1534	1504	1395
P/B	2.3	2.5	2.6	2.3	1.9	企业自由现金流	0	(3257)	(2585)	(1015)	(88)
EV/EBITDA	(276.5)	(249.8)	(151.7)	28.7	12.4	权益自由现金流	0	1749	(423)	(702)	78

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032