

吉祥航空 (603885.SH)

不可抗力下亏损扩大，2023 年业绩有望迅速反转

买入

核心观点

吉祥航空披露 2022 年报。2022 年公司营业收入 82.1 亿（-30.2%），归母净利润-41.5 亿，其中 2022 年四季度营业收入 17.2 亿（-34.7%），归母净利润-11.7 亿。

不可抗力下客流受到冲击，业务量下滑，营收显著走低。2022 年因疫情影响，民航业客流全面下滑，公司全年运力投放量 ASK232 亿，同比下降 35.4%，相比 19 年下降 43.1%，旅客周转量 RPK156 亿，同比下降 42.5%，相比 19 年下降 55.1%，旅客运输量 1021 万，同比下降 44.6%，相比 19 年下降 53.6%，客座率 67.31%，同比下降 8.34pct，相比 19 年下降 17.92pct。尽管客公里收益同比提高 21.3%，但客运业务量大幅下滑仍然导致公司营收同比降超三成。

航油成本压力较大，汇兑、减值等因素进一步压降业绩。2022 年国际油价保持高位，民航业航油成本压力大，公司航油成本 34.7 亿，同比升 4%，单位 ASK 航油成本 0.1495 元，同比升 61%。因航空公司固定成本规模较大，营收下滑叠加高变动成本造成公司毛利润下滑至-29.5 亿。此外，人民币对美元汇率贬值带来 10.6 亿汇兑损失，业务量下滑导致补贴收益减少，公司计提 1.1 亿资产减值损失进一步压降业绩，全年亏损 41.5 亿，但基本符合预期。

2023 年迅猛复苏，业绩有望迅速反转。防疫政策优化后，民营航司凸显经营韧性，2023 年 3 月公司运投、运量已经全面超越 2019 年同期，客座率降幅也收窄至 5 个百分点之内，运价也表现相对强势。我们继续看好民航供需反转的大方向，目前行业复苏趋势仍在延续，而伴随着业务量的不断提升，公司业绩有望迅速反转。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动，安全事故

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

相比于前次报告，考虑到防疫政策优化时点早于预期，公司作为民营航司翘楚，运力腾挪相对灵活，复苏快于行业，因此上调盈利预测，自-4.5 亿、24.4 亿分别上调 2023-2024 年盈利预测至 15.1 亿、31.5 亿，引入 2025 年盈利预测，预计 2025 年公司归母净利润为 41.8 亿，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,767	8,210	22,462	27,813	31,429
(+/-%)	16.5%	-30.2%	173.6%	23.8%	13.0%
净利润(百万元)	-498	-4148	1512	3154	4177
(+/-%)	5.0%	733.6%	-136.5%	108.6%	32.5%
每股收益(元)	-0.25	-1.87	0.68	1.42	1.89
EBIT Margin	-9.0%	-48.2%	10.1%	15.3%	17.4%
净资产收益率 (ROE)	-4.9%	-43.5%	13.9%	23.0%	23.9%
市盈率 (PE)	-75.3	-10.2	27.9	13.4	10.1
EV/EBITDA	-226.2	-25.0	20.9	12.9	10.5
市净率 (PB)	3.73	4.42	3.87	3.07	2.41

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	
收盘价	19.07 元
总市值/流通市值	42221/42221 百万元
52 周最高价/最低价	20.22/10.65 元
近 3 个月日均成交额	274.44 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.SH)——2022 年三季报点评-疫情扰动下经营压力犹存，汇兑损失放大亏损幅度》——2022-10-29
- 《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》——2022-04-20
- 《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 显著盈利实现中报扭亏，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

吉祥航空披露 2022 年年报：2022 年公司营业收入 82.1 亿（-30.2%），归母净利润-41.5 亿，其中 2022 年四季度营业收入 17.2 亿（-34.7%），归母净利润-11.7 亿。

图1：吉祥航空营业收入及增速（单位：亿元、%）



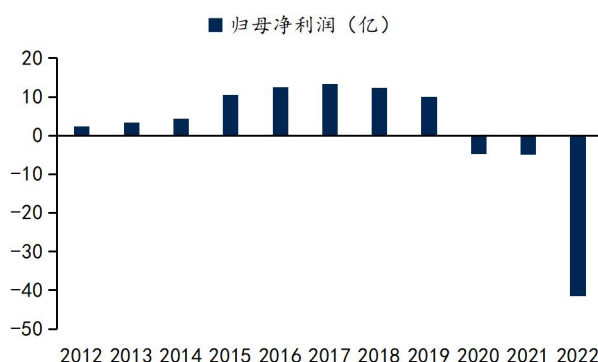
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：吉祥航空单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



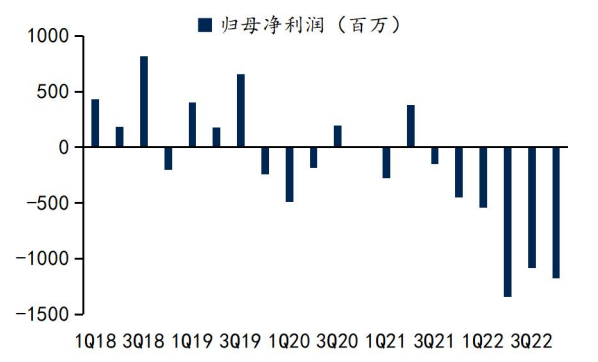
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：吉祥航空归母净利润（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

不可抗力下客流受到冲击，业务量下滑，营收显著走低。

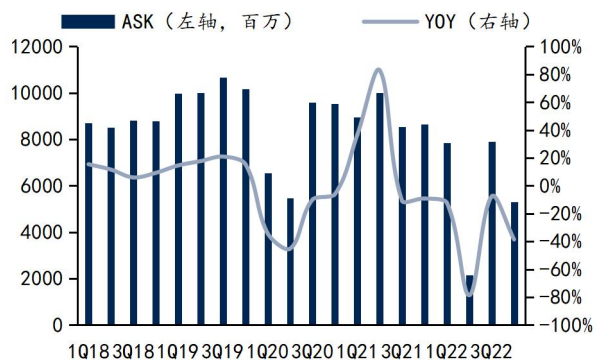
2022 年因疫情影响，民航业客流全面下滑，公司全年运力投放量 ASK232 亿，同比下降 35.4%，相比 19 年下降 43.1%，旅客周转量 RPK156 亿，同比下降 42.5%，相比 19 年下降 55.1%，旅客运输量 1021 万，同比下降 44.6%，相比 19 年下降 53.6%，客座率 67.31%，同比下降 8.34pct，相比 19 年下降 17.92pct。尽管客公里收益同比提高 21.3%，但客运业务量大幅下滑仍然导致公司营收同比降超三成。

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



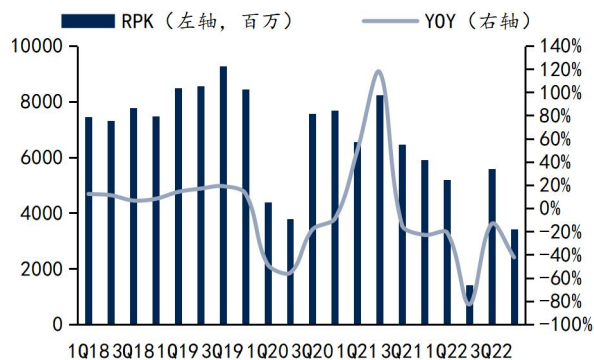
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



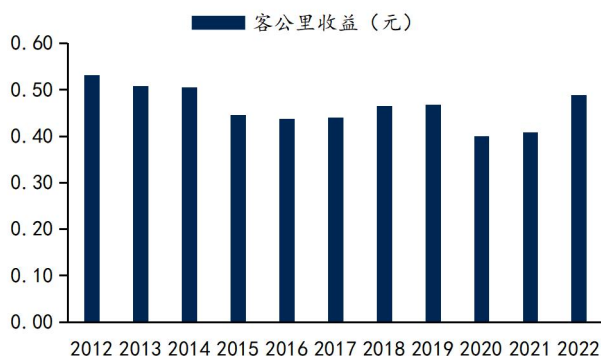
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 吉祥航空季度客座率



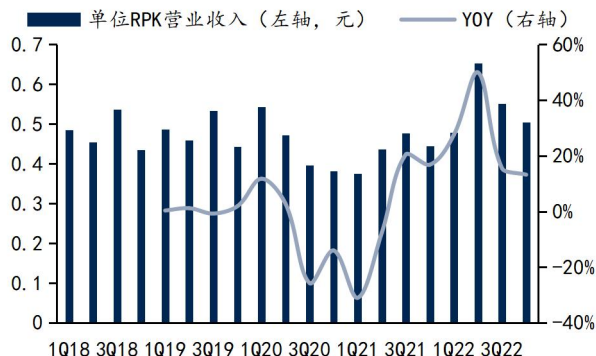
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

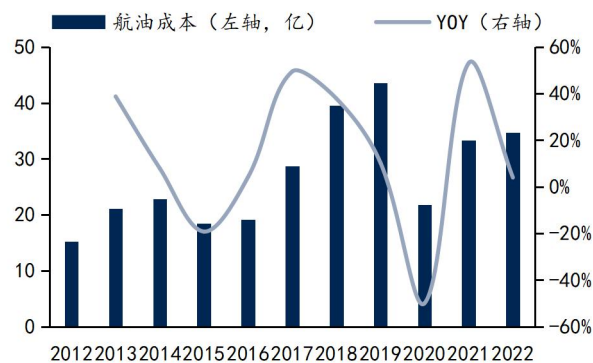


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

航油成本压力较大，汇兑、减值等因素进一步压降业绩。

2022 年国际油价保持高位，民航业航油成本压力大，公司航油成本 34.7 亿，同比升 4%，单位 ASK 航油成本 0.1495 元，同比升 61%。因航空公司固定成本规模较大，营收下滑叠加高变动成本造成公司毛利润下滑至-29.5 亿。此外，人民币对美元汇率贬值带来 10.6 亿汇兑损失，业务量下滑导致补贴收益减少，公司计提 1.1 亿资产减值损失进一步压降业绩，全年亏损 41.5 亿，但基本符合预期。

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



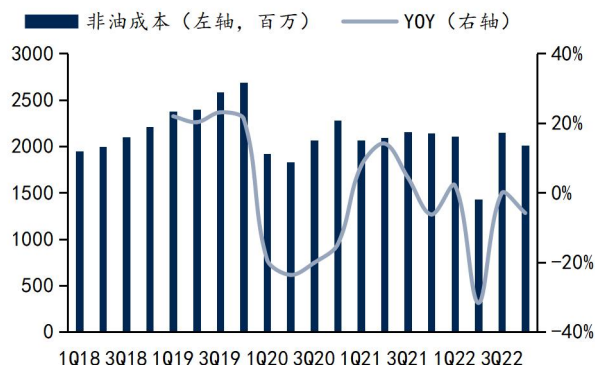
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 吉祥航空非油成本及同比



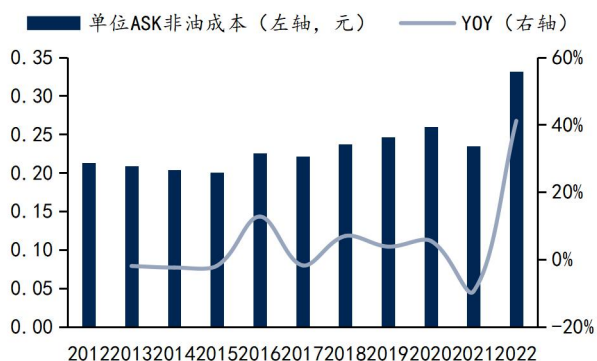
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



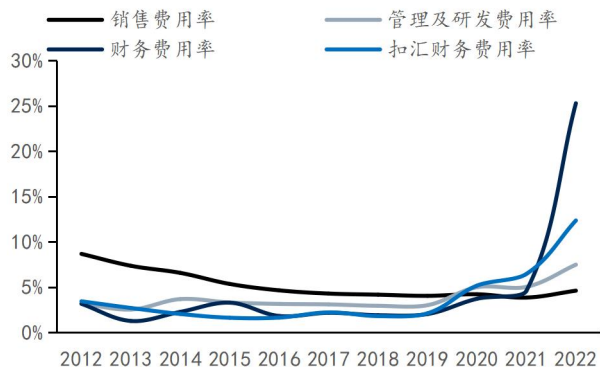
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 吉祥航空季度单位ASK非油成本及同比



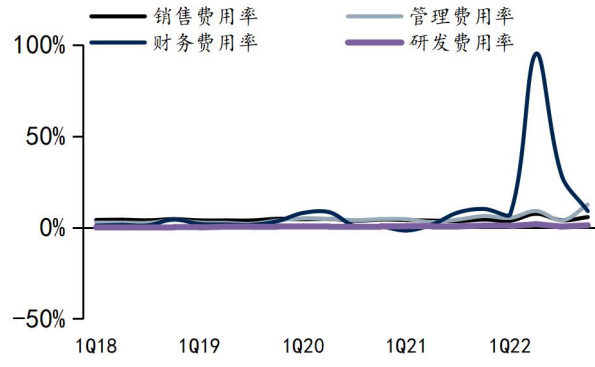
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



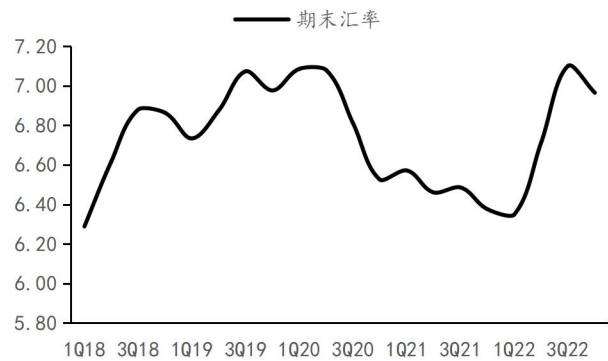
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 (USDCNY)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023 年迅猛复苏, 业绩有望迅速反转。

防疫政策优化后, 民营航司凸显经营韧性, 2023 年 3 月公司运投、运量已经全面超越 2019 年同期, 客座率降幅也收窄至 5 个百分点之内, 运价也表现相对强势。我们继续看好民航供需反转的大方向, 目前行业复苏趋势仍在延续, 而伴随着业务量的不断提升, 公司业绩有望迅速反转。

表1: 吉祥航空 2023 年 3 月运营数据表现

ASK	3 月总量数据	1-3 月总量 累计数据	3 月国内数据	1-3 月国内线 累计数据	3 月国际数据	1-3 月国际线 累计数据	3 月地区数据	1-3 月地区线 累计数据
同比 2022	118.5%	35.5%	99.3%	25.4%	882.3%	778.5%	0.0%	428.1%
相比 2019	18.0%	6.6%	27.5%	18.2%	-29.5%	-49.5%	-5.7%	-24.4%
RPK	3 月总量数据	1-3 月总量 累计数据	3 月国内数据	1-3 月国内线 累计数据	3 月国际数据	1-3 月国际线 累计数据	3 月地区数据	1-3 月地区线 累计数据
同比 2022	178.9%	63.3%	157.8%	52.9%	1097.9%	956.8%	0.0%	467.1%
相比 2019	11.9%	-0.1%	21.9%	11.3%	-39.7%	-58.3%	-19.0%	-28.1%
旅客运输量	3 月总量数据	1-3 月总量 累计数据	3 月国内数据	1-3 月国内线 累计数据	3 月国际数据	1-3 月国际线 累计数据	3 月地区数据	1-3 月地区线 累计数据
同比 2022	165.8%	54.7%	153.4%	48.8%	1534.5%	1306.7%	0.0%	502.3%
相比 2019	12.8%	0.1%	22.9%	10.4%	-59.2%	-71.9%	-26.8%	-36.3%
客座率	3 月总量数据	1-3 月总量 累计数据	3 月国内数据	1-3 月国内线 累计数据	3 月国际数据	1-3 月国际线 累计数据	3 月地区数据	1-3 月地区线 累计数据
当期值	81.8%	79.9%	83.0%	80.9%	70.8%	67.9%	74.5%	78.1%
同比 2022	17.7%	13.6%	18.8%	14.5%	12.7%	11.5%	0.0%	5.4%
相比 2019	-4.4%	-5.3%	-3.8%	-5.0%	-11.9%	-14.3%	-12.2%	-4.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 上调盈利预测, 维持 “买入” 评级。

相比于前次报告, 考虑到防疫政策优化时点早于预期, 公司作为民营航司翘楚, 运力腾挪相对灵活, 复苏快于行业, 因此上调盈利预测, 自-4.5 亿、24.4 亿分别上调 2023-2024 年盈利预测至 15.1 亿、31.5 亿, 引入 2025 年盈利预测, 预计 2025

年公司归母净利润为 41.8 亿，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动，安全事故

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1146	1189	1500	3683	7098	营业收入	11767	8210	22462	27813	31429
应收款项	1529	1438	2462	2667	3014	营业成本	11780	11164	18541	21561	23699
存货净额	207	209	187	163	179	营业税金及附加	6	11	15	20	20
其他流动资产	672	407	674	695	786	销售费用	453	378	854	1029	1131
流动资产合计	3658	3351	4931	7317	11186	管理费用	512	546	703	863	972
固定资产	16764	18287	18774	18991	19059	研发费用	79	68	112	111	157
无形资产及其他	847	721	693	665	637	财务费用	540	2076	977	909	861
投资性房地产	22577	22786	22786	22786	22786	投资收益	(40)	(16)	10	40	50
长期股权投资	12	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	5	(108)	1	1	1
资产总计	43859	45147	47187	49761	53670	其他收入	766	593	627	728	782
短期借款及交易性金融负债	12438	15023	15216	15000	15000	营业利润	(793)	(5495)	2010	4199	5579
应付款项	1114	1110	1261	1085	1194	营业外净收支	133	10	20	35	30
其他流动负债	1214	1726	2234	2604	2868	利润总额	(660)	(5485)	2030	4234	5609
流动负债合计	14766	17860	18711	18689	19061	所得税费用	(162)	(1316)	487	1016	1346
长期借款及应付债券	4513	3625	3625	3625	3625	少数股东损益	(1)	(22)	31	64	85
其他长期负债	14480	14093	13893	13593	13293	归属于母公司净利润	(498)	(4148)	1512	3154	4177
长期负债合计	18993	17718	17518	17218	16918	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	33759	35577	36229	35907	35979	净利润	(498)	(4148)	1512	3154	4177
少数股东权益	44	28	56	114	191	资产减值准备	0	110	49	6	2
股东权益	10056	9542	10903	13741	17500	折旧摊销	748	839	1494	1807	1960
负债和股东权益总计	43859	45147	47187	49761	53670	公允价值变动损失	(5)	108	(1)	(1)	(1)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	540	2076	977	909	861
每股收益	(0.25)	(1.87)	0.68	1.42	1.89	营运资本变动	(6083)	376	(761)	(303)	(379)
每股红利	0.31	0.24	0.07	0.14	0.19	其它	(1)	(134)	(21)	52	75
每股净资产	5.11	4.31	4.92	6.21	7.90	经营活动现金流	(5839)	(2849)	2271	4715	5834
ROIC	-4.56%	-16.58%	3%	8%	12%	资本开支	0	(2334)	(2001)	(2001)	(2001)
ROE	-4.95%	-43.47%	14%	23%	24%	其它投资现金流	41	(5)	0	0	0
毛利率	-0%	-36%	17%	22%	25%	投资活动现金流	47	(2328)	(2001)	(2001)	(2001)
EBIT Margin	-9%	-48%	10%	15%	17%	权益性融资	(49)	3284	0	0	0
EBITDA Margin	-3%	-38%	17%	22%	24%	负债净变化	(1505)	(888)	0	0	0
收入增长	16%	-30%	174%	24%	13%	支付股利、利息	(608)	(538)	(151)	(315)	(418)
净利润增长率	5%	734%	-136%	109%	32%	其它融资现金流	9381	4790	192	(216)	0
资产负债率	77%	79%	77%	72%	67%	融资活动现金流	5104	5221	41	(531)	(418)
股息率	1.4%	1.3%	0.4%	0.7%	1.0%	现金净变动	(687)	43	311	2183	3415
P/E	(75.3)	(10.2)	27.9	13.4	10.1	货币资金的期初余额	1833	1146	1189	1500	3683
P/B	3.7	4.4	3.9	3.1	2.4	货币资金的期末余额	1146	1189	1500	3683	7098
EV/EBITDA	(226.2)	(25.0)	20.9	12.9	10.5	企业自由现金流	0	(4127)	454	2738	3744
						权益自由现金流	0	(226)	(59)	1832	3089

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