

复苏加速 民营航企龙头重回正轨

——吉祥航空（603885.SH）首次覆盖报告 交通运输/航空机场

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

公司于2006年9月正式开航运营，实行双品牌及双枢纽运行的发展战略。吉祥航空定位全服务航空，以上海虹桥、浦东两场为主基地机场，以南京为辅助基地。九元航空定位低成本航空，以广州白云机场为主基地机场。公司与东航实现交叉持股，有利于公司品牌形象提升、客运品质提升和航线网络扩大。近年来公司机队规模稳步增长，2022年公司机队数量占全行业2.79%。截至2023年8月底，公司机队规模115架，是我国主要民航企业中最年轻的机队之一。

2023年上半年，受益于行业恢复、旅客出行需求增加，公司各项经营指标探底回升。公司营业收入同比增长173.58%，归母净利润同比增长103.32%，收入客公里和客运量占行业比例稳步提升，飞机日利用率9.61小时，行业平均值为7.7小时。2023年前8月，公司客座率82.65%，领先行业平均值5.15pct。

公司以最优成本结构支撑略低于市场竞争对手的价格水平，同时为客户提供超出其预期的高性价比航空旅行体验。客公里收益长期紧跟三大航，2023H1公司RASK为0.5元，高于春秋航空0.1元，低于三大航平均值0.07元。受益于九元航空获得国际航线飞行资质以及吉祥航空引入宽体机型，公司国际线运力投放处于加速期，未来随着B787运营效率提升以及国际线运力投放增加，公司客公里收益有望保持较高水平。

公司打造“最优成本结构”的竞争优势，通过年轻机队与统一机型、精细规划与专业运营、专注核心业务与精简人员资产规模等方式，使公司CASK长期保持行业领先水平。2023年上半年公司CASK为0.35元，单位成本管控能力接近低成本航空龙头春秋航空，优于三大航。

投资建议：

我们预测公司2023-2025年营业收入为209.1亿元、249.6亿元、280.7亿元，同比增长154.6%、19.4%、12.5%；归母净利润为9.6亿元、27.4亿元、36.5亿元，2023年实现扭亏为盈，2024-2025年大幅增长185.5%、33.1%。目前航空行业处于修复期，2023年盈利水平仍处于爬坡期，我们认为2024年有望恢复到正常水平。以公司2024年的盈利预测作为估值基础，参考公司2017-2019年PE平均值20.6倍，给予公司2024年20倍PE的估值，对应股价24.74元，市值547.82亿元。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

风险提示：

航空安全风险；航空业政策变化风险；宏观经济波动风险；航油价格波动风险；利率变动风险；汇率变动风险；其他不可抗力及不可预见风险。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	11,767.1	8,210.35	20,905.82	24,956.17	28,069.24
增长率（%）	16.49%	-30.23%	154.63%	19.37%	12.47%
归母净利润（百万元）	(497.61)	(4,147.88)	959.47	2,739.11	3,646.13
增长率（%）	5.03%	733.55%	123.13%	185.48%	33.11%
净资产收益率（%）	-4.95%	-43.47%	10.00%	21.42%	22.50%
每股收益(元)	(0.25)	(2.03)	0.43	1.24	1.65
PE	-	-	30.62	10.73	8.06
PB	2.59	3.08	3.06	2.30	1.81

资料来源：Wind，申港证券研究所

评级

买入（首次）

2023年10月18日

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号：S1660519040001

卢宇峰

研究助理

SAC执业证书编号：S1660121110013

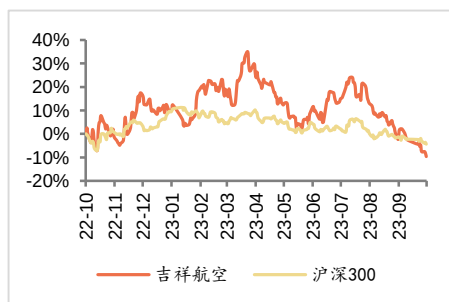
luyufeng@shqsec.com

交易数据

时间 2023.10.18

总市值/流通市值（亿元）	294/294
总股本（亿股）	22.14
资产负债率	80.78%
每股净资产（元）	3.93
收盘价（元）	13.27
一年内最低价/最高价（元）	13.15/20.22

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 民营航企龙头 经营业绩触底反弹.....	4
1.1 首批民营航企 与东航交叉持股.....	4
1.2 双品牌战略进行差异化竞争 机队规模逐渐壮大.....	5
1.3 处于行业复苏前列 盈利能力逐渐恢复.....	6
2. 运营效率提升 油价和汇率决定成本端改善.....	10
2.1 客公里收益比肩三大航.....	10
2.2 国际航线持续开拓 B787 运力提升可期.....	10
2.3 油价和汇率影响成本结构.....	12
3. 业绩预测与估值.....	14
3.1 关键假设.....	14
3.2 业绩预测.....	15
3.3 估值.....	15
4. 风险提示.....	16

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构.....	4
图 3: 航司平均机龄对比 (年)	5
图 4: 公司飞机架数及日利用率.....	6
图 5: 航司机队规模对比 (架)	6
图 6: 公司机队数量占行业比例.....	6
图 7: 公司营收及归母净利润	7
图 8: 公司毛利率及净利率.....	7
图 9: 公司可用吨公里和收入吨公里	8
图 10: 公司可用座公里和收入客公里	8
图 11: 公司客运量 (万人)	8
图 12: 公司收入客公里和客运量占行业比例.....	9
图 13: 航司客座率对比 (%)	9
图 14: 航司飞机日利用率对比 (小时)	9
图 15: 航司客公里收益对比 (元)	10
图 16: 公司各机型客公里收益对比 (元)	10
图 17: 公司可用客公里分地区占比.....	11
图 18: 航司可用客公里分地区对比 (2023 年前 8 月)	11
图 19: 公司各机型日利用率对比 (小时)	11
图 20: 航司 B787 日利用率对比 (小时)	12
图 21: 航司单位可用座公里成本对比 (元)	12
图 22: 公司主营业务成本构成 (万元)	13
图 23: 中国航空煤油出厂价 (元/吨)	13
图 24: 离岸人民币兑美元汇率走势.....	13
图 25: 公司资产负债率 (%)	14
图 26: 2023H1 航司资产负债率对比 (%)	14
图 27: 公司美元负债及带息负债.....	14
图 28: 人民币兑美元升值 1%, 公司净利润增加额 (万元)	14

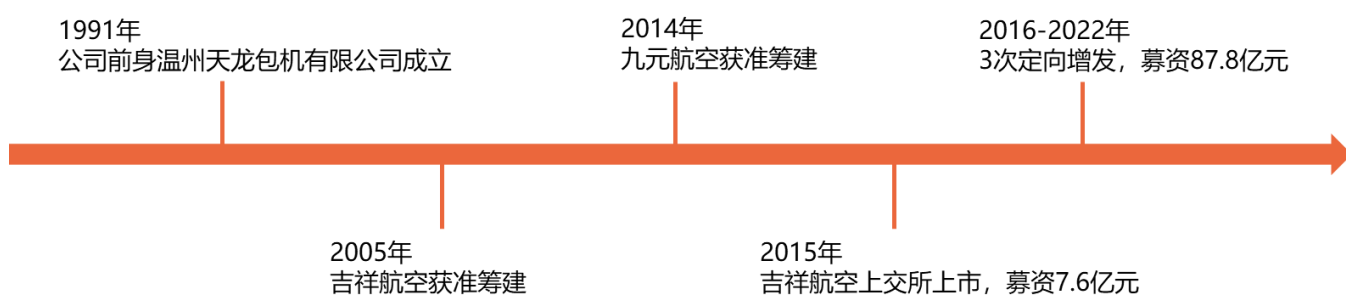
图 29：吉祥航空历史 PE（2017-2019 年）	16
图 30：吉祥航空历史 PB（2017-2019 年）	16
表 1：公司机队结构.....	5
表 2：公司各机型飞机日利用率.....	6
表 3：公司营收预测（亿元）	15
表 4：可比公司 PE 估值.....	16
表 5：公司盈利预测表	18

1. 民营航企龙头 经营业绩触底反弹

1.1 首批民营航企 与东航交叉持股

吉祥航空系上海均瑶(集团)有限公司控股子公司,于2006年9月正式开航运营,主要从事航空客货运输业务,其控股子公司九元航空于2014年12月首航。公司采用主运营基地模式,充分发挥规模化机队营运效率,具有显著成本控制优势。吉祥航空和九元航空已形成上海、广州双枢纽布局。吉祥航空以上海虹桥、浦东两场为主基地机场,以南京、成都为辅助基地;九元航空以广州白云机场为主基地机场,以贵阳龙洞堡机场为第二基地。

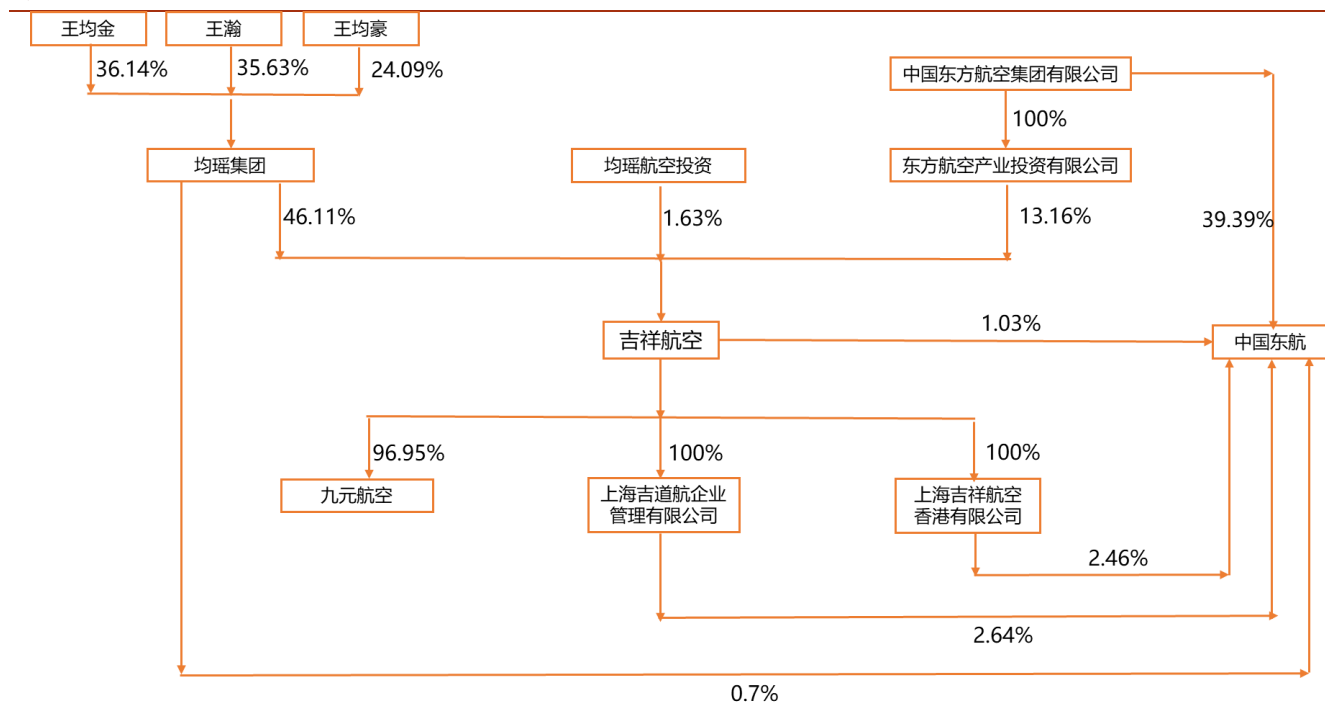
图1: 公司发展历程



资料来源: 均瑶集团官网, Wind, 申港证券研究所

公司控股股东为均瑶集团, 持股比例为 46.11%, 实际控制人为王均金先生。同时公司与东航实现交叉持股, 有利于公司品牌形象提升、客运品质提升和航线网络扩大。东方航空产业投资有限公司持有吉祥航空 13.16%的股权, 为公司第二大股东。吉祥航空及均瑶集团持有中国东航 6.83%的股份。

图2: 公司股权结构



资料来源: Wind, 申港证券研究所, 截至2023年9月28日

1.2 双品牌战略进行差异化竞争 机队规模逐渐壮大

吉祥航空与九元航空共同发展，实现航空产业高、中、低端旅客市场全覆盖，完成双品牌及双枢纽运行的发展战略。吉祥航空定位全服务航空，目标客户主要定位在上海及周边城市圈的中高端商务、旅行及休闲客户。九元航空定位低成本航空，依托广东省及珠三角地区的区位优势、单一机型构建机队的成本优势，拓展廉价航空市场、延伸业务层次。

截至 2023 年 8 月底，公司机队规模 115 架，其中吉祥航空拥有 86 架空客 A320 系列飞机（其中 31 架为 A320ceo 机型、27 架为 A321ceo 机型、18 架为 A320neo 机型、10 架为 A321neo 机型），6 架波音 B787 系列飞机，机队数量处于中等规模；九元航空以波音 B737 系列飞机组建单一机型机队，拥有 23 架波音 B737 系列飞机。

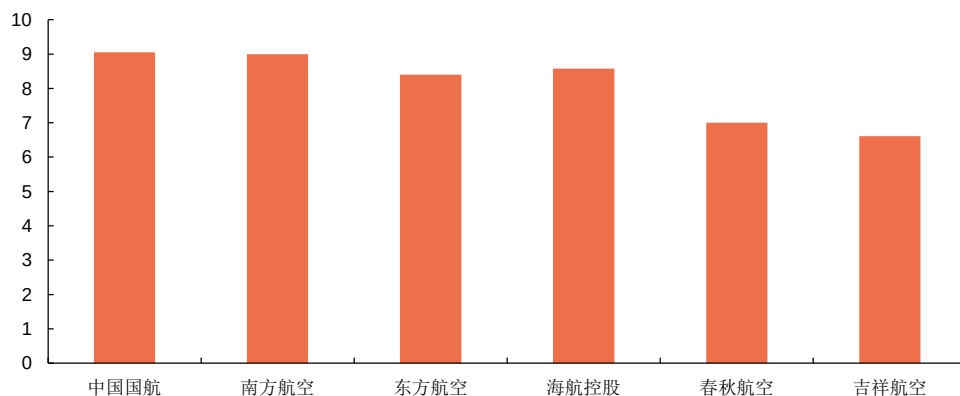
表1：公司机队结构

引进方式	飞机型号	数量（架）
自购	A320 系列	20
融资租赁	A320 系列	27
经营租赁	A320 系列	39
自购	B787 系列	3
融资租赁	B787 系列	3
自购	B737 系列	2
融资租赁	B737 系列	1
经营租赁	B737 系列	20
合计		115

资料来源：公司 2023 年 8 月主要运营数据公告，申港证券研究所，数据截至 2023 年 8 月底

公司机队是我国主要民航企业中最年轻的机队之一。截至 2023 年 6 月底，公司机队平均机龄为 6.61 年，飞机及发动机发生故障而进行大修的概率相对较低，日常养护费用相对较少，有利于公司日常飞行的效益性、安全性。

图3：航司平均机龄对比（年）

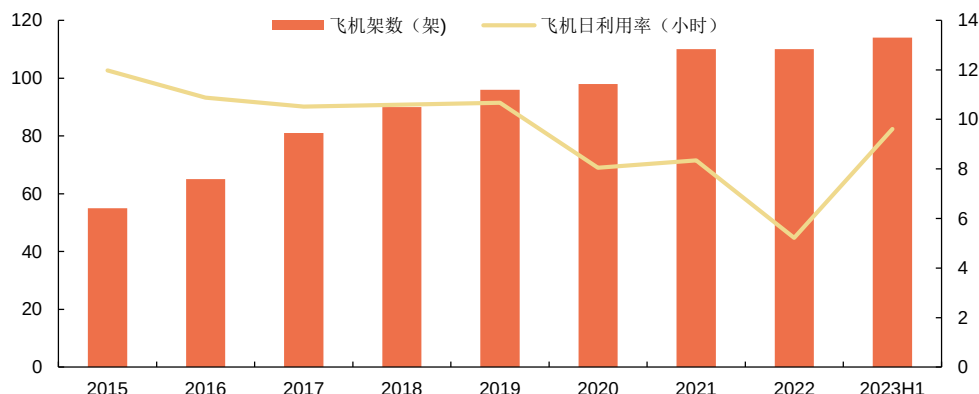


资料来源：各公司 2023 年半年报，申港证券研究所，中国国航数据包括山东航空，数据截至 2023 年 6 月底

近年来公司机队规模稳步增长，飞机日利用率企稳回升。2022 年飞机日利用率 5.22

小时，2023 年上半年飞机日利用率 9.61 小时，各机型日利用率基本一致。

图4：公司飞机架数及日利用率



资料来源：Wind，公司2018 年报，公司2023 年半年报，申港证券研究所

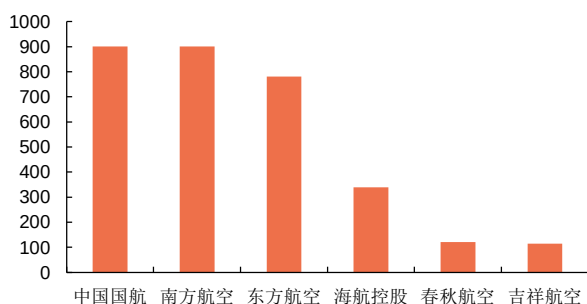
表2：公司各机型飞机日利用率

机型	日利用率 (小时)
A320 系列	9.53
B787 系列	9.64
B737 系列	9.73
总计	9.61

资料来源：公司2023 年半年报，申港证券研究所，数据截至2023 年6 月底

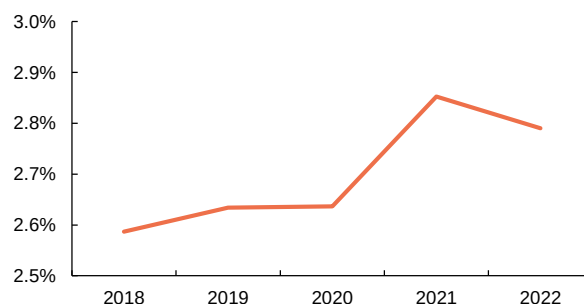
公司机队规模落后于三大航，与春秋航空近似。2022 年公司机队数量占全行业 2.79%。根据公司2022 年报披露，公司预计2023 年引进飞机13 架，2024 年引进飞机12 架，2025 年引进飞机10 架。随着机队规模继续扩大，市场占比有望继续提升。

图5：航司机队规模对比（架）



资料来源：Wind，申港证券研究所，数据截至2023 年8 月底

图6：公司机队数量占行业比例



资料来源：Wind，民航局，申港证券研究所

1.3 处于行业复苏前列 盈利能力逐渐恢复

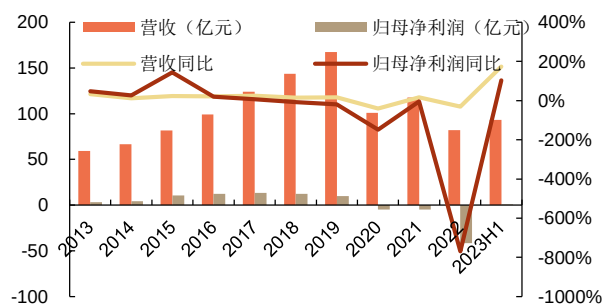
2022 年，受各类不稳定因素及经济下行影响，人民出行需求大幅下降，我国航空运输市场遭受严重冲击。根据民航局2022 年12 月份主要生产指标统计全民航行业运输总周转量达到599.3 亿吨公里，比上年同期下降30.1%，旅客运输量2.52 亿

人次,比上年同期下降 42.9%,货邮运输量 607.6 万吨,比上年同期下降 17%。航空客运市场规模大幅回落,货邮运输量大幅下滑,航班效益指标处于低位。

2023 年上半年,得益于航空出行需求大幅提升、民航客运市场呈稳健复苏态势。根据民航局 2023 年 1-6 月主要生产指标统计,共完成运输总周转量 531.3 亿吨公里、旅客运输量 2.84 亿人次、货邮运输量 327.6 万吨,为 2019 年同期的 84.6%、88.2%、93.3%,全行业飞机日利用率为 7.7 小时,较去年同期增长 3.3 小时,行业运输生产基本恢复至 2019 年水平。

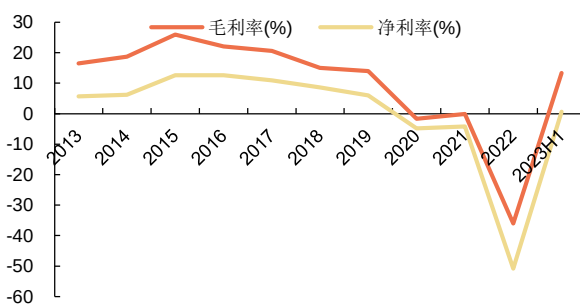
公司经营业绩与行业趋势相吻合。2022 年公司经营指标处于低位。2023 年上半年,受益于行业恢复、旅客出行需求增加,公司营业收入 93.3 亿元,同比增长 173.58%,归母净利润 0.62 亿元,同比增长 103.32%。

图7: 公司营收及归母净利润



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图8: 公司毛利率及净利率

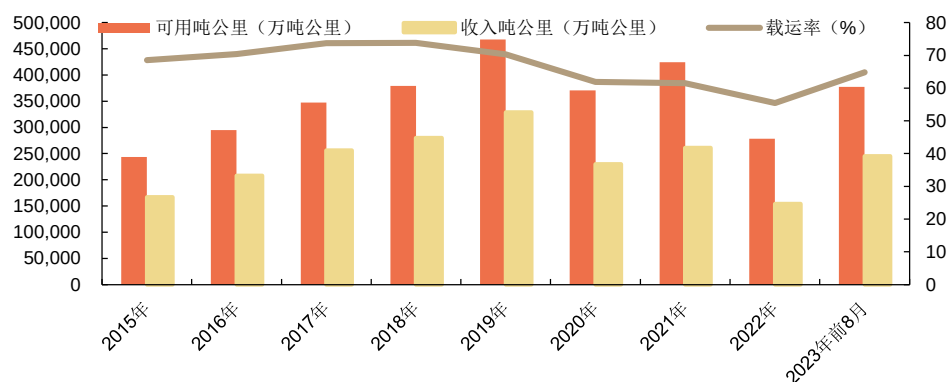


资料来源: Wind, 申港证券研究所

根据公司 2023 年半年报,2023 年上半年吉祥航空在飞国际国内航线 220 余条,主要航线目的地为省会城市、经济发达城市以及旅游城市,完成运输生产飞行 15.28 万小时、运输总周转量 13.69 亿吨公里、旅客运输量 908.32 万人次、货邮运输量 3.69 万吨,分别恢复至 2019 年同期的 109.19%、109.5%、107.62%、80.38%;平均客座率 80.05%,恢复至 2019 年同期的 95.35%。上半年累计执行客运航班 55517 班,恢复至 2019 年同期的 110.61%,其中国内航班 51408 班,恢复至 2019 年同期的 121.7%,国际(地区)航班 4109 班,恢复至 2019 年同期的 51.68%。公司成为上海第一批恢复泰国航线的航司,已恢复曼谷、清迈、普吉航点,在二季度末恢复东京、大阪市场,其他日本航点也在逐步恢复中。2023 年上半年,吉祥航空单体上海两大机场旅客运输量约为 539.03 万人次,南京机场旅客运输量约为 159 万人次。

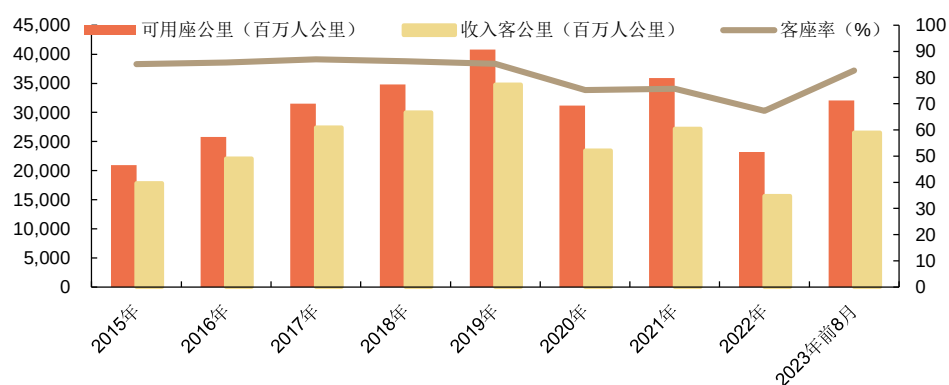
根据公司 2023 年半年报,2023 年上半年九元航空运营 85 余条国内外航线,完成运输生产飞行 3.97 万小时,旅客运输量 250 万人次,上半年九元航空单体平均客座率 83.25%。已陆续恢复广州至泰国航班,夏秋航季新增福州曼谷航班,并积极推进广州大阪复航。

图9：公司可用吨公里和收入吨公里



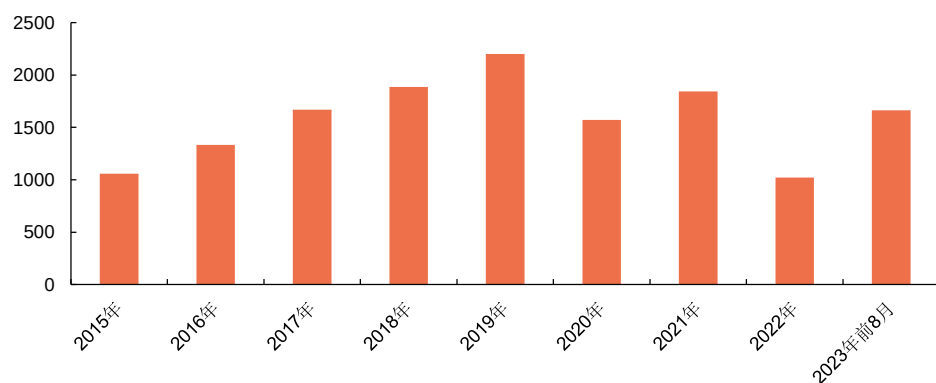
资料来源：Wind，申港证券研究所

图10：公司可用座公里和收入客公里



资料来源：Wind，申港证券研究所

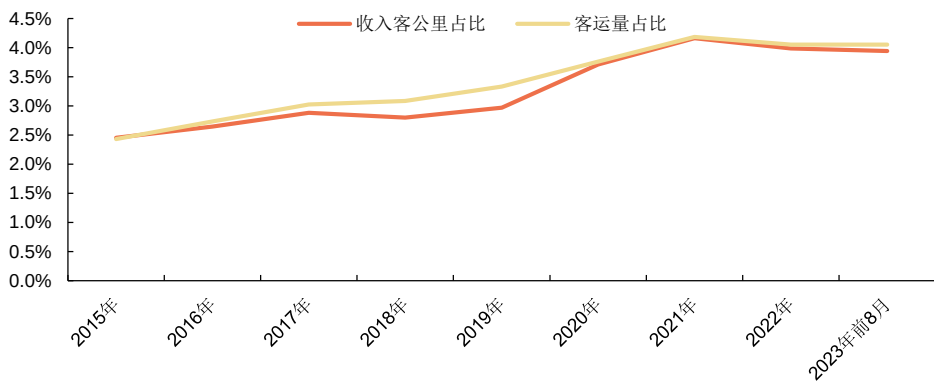
图11：公司客运量 (万人)



资料来源：Wind，申港证券研究所

公司收入客公里和客运量占行业比例稳步提升。2023 年前 8 月，收入客公里占比 3.95%，客运量占比 4.05%。

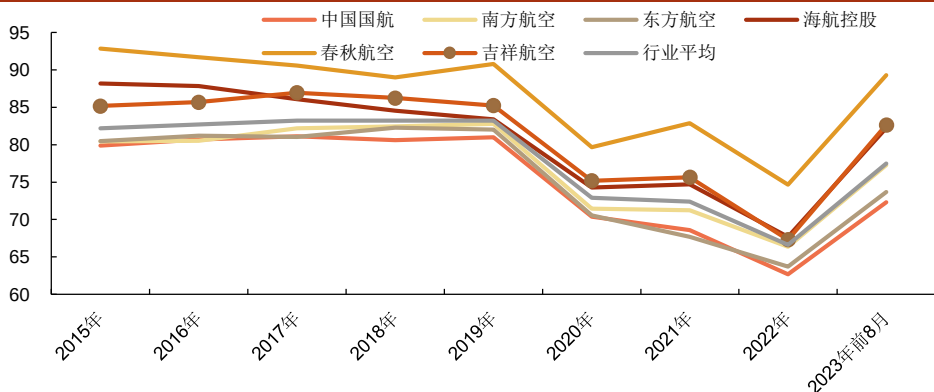
图12: 公司收入客公里和客运量占行业比例



资料来源: Wind, 民航局, 申港证券研究所

2023 年前 8 月, 公司客座率 82.65%, 领先行业平均值 5.15pct, 仅落后于春秋航空 6.66pct。

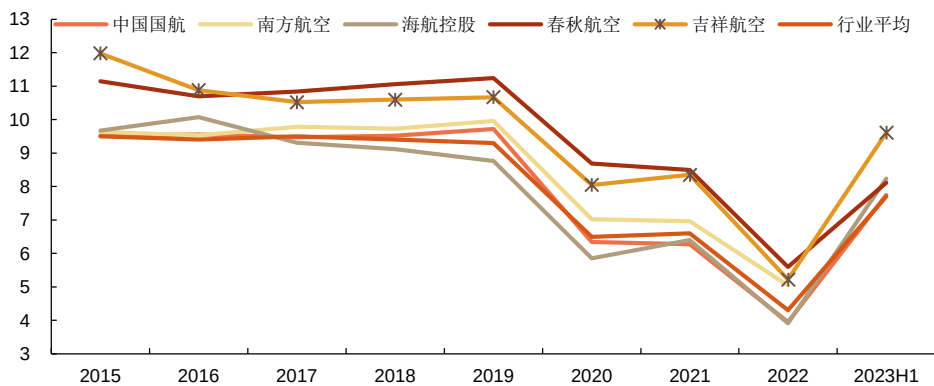
图13: 航司客座率对比 (%)



资料来源: Wind, 海航控股 2023 年 8 月主要运营数据公告, 民航局, 申港证券研究所

公司飞机日利用率处于第一梯队, 2023 年上半年公司飞机日利用率 9.61 小时, 行业平均值为 7.7 小时。

图14: 航司飞机日利用率对比 (小时)



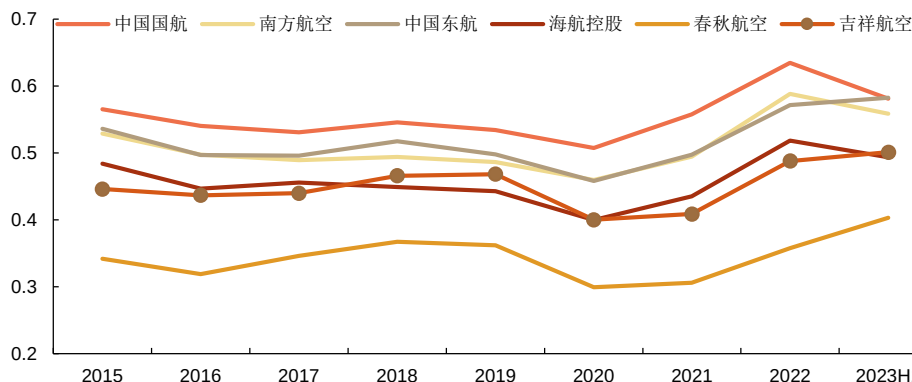
资料来源: Wind, 萝卜投资, 吉祥航空 2018 年报、2023 年半年报, 春秋航空 2016-2017 年报、2023 年半年报, 中国国航 2016、2018、2020、2022 年报、2023 年半年报, 民航局, 申港证券研究所

2. 运营效率提升 油价和汇率决定成本端改善

2.1 客公里收益比肩三大航

公司以最优成本结构支撑略低于市场竞争对手的价格水平，同时为客户提供超出其预期的高性价比航空旅行体验。客公里收益长期紧跟三大航，2023H1 公司 RASK 为 0.5 元，高于春秋航空 0.1 元，低于三大航平均值 0.07 元。

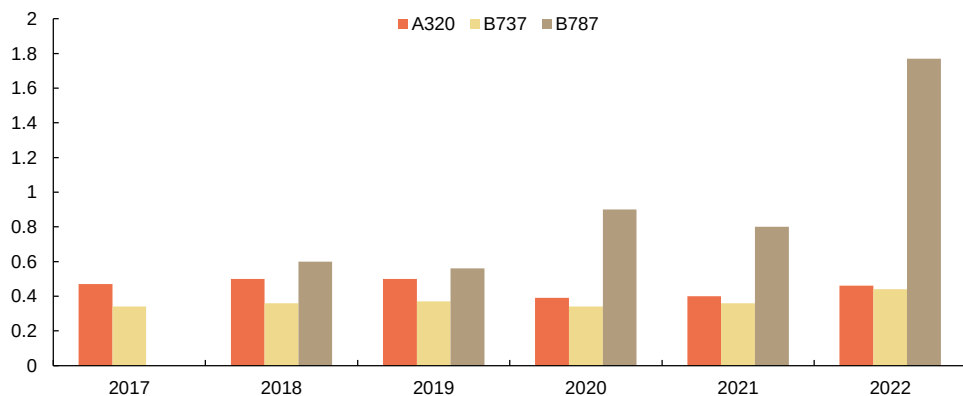
图15：航司客公里收益对比（元）



资料来源：Wind，中国东航 2023 年半年报，海航控股 2023 年半年报，申港证券研究所

分机型看，A320 机型由吉祥航空本部运行，B737 机型由九元航空运行，A320 的客公里收益高于 B737。而 B787 宽体机的客公里收益则显著高于窄体机。2022 年 A320、B737、B787 客公里收益分别为 0.46 元、0.44 元、1.77 元。未来随着 B787 运营效率提升，公司客公里收益有望保持较高水平。

图16：公司各机型客公里收益对比（元）



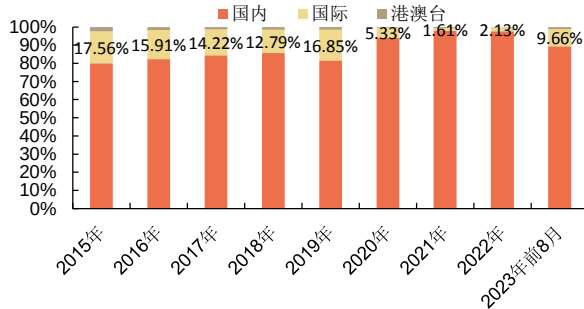
资料来源：公司 2018-2022 年报，申港证券研究所

2.2 国际航线持续开拓 B787 运力提升可期

公司运力投放以国内航线为主，受益于九元航空获得国际航线飞行资质以及吉祥航空引入宽体机型，公司国际线运力投放处于加速期。2019 年公司国际航线 ASK 占比 16.85%，较 2018 年提升 4.07pct。2023 年国际航线处于恢复期，根据 2023 年前 8 月数据，公司国际航线 ASK 占比回升至 9.66%，公司国际航线运力投放占比

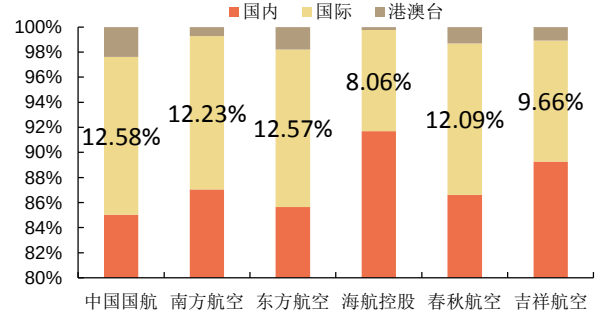
低于三大航及春秋航空，高于海航控股。

图17：公司可用客公里分地区占比



资料来源：Wind，申港证券研究所

图18：航司可用客公里分地区对比（2023年前8月）

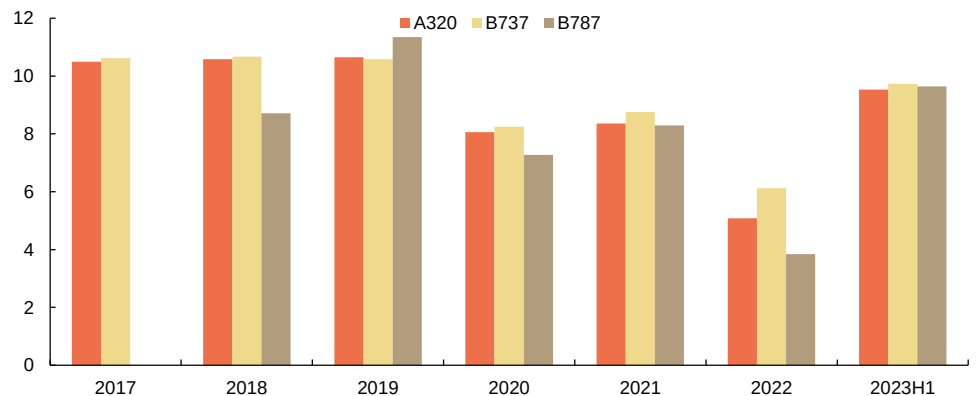


资料来源：Wind，海航控股 2023 年 8 月主要运营数据公告，申港证券研究所

2023 年公司将加快推动所有国际（地区）航线复航，针对日韩、东南亚等周边重点国家做足资源储备并优先恢复航班，适时加密和新开芬兰、希腊、英国、法国、意大利、美国的洲际客运航班，同时加强国内经上海中转至芬兰、日本与东南亚的国际航班衔接。

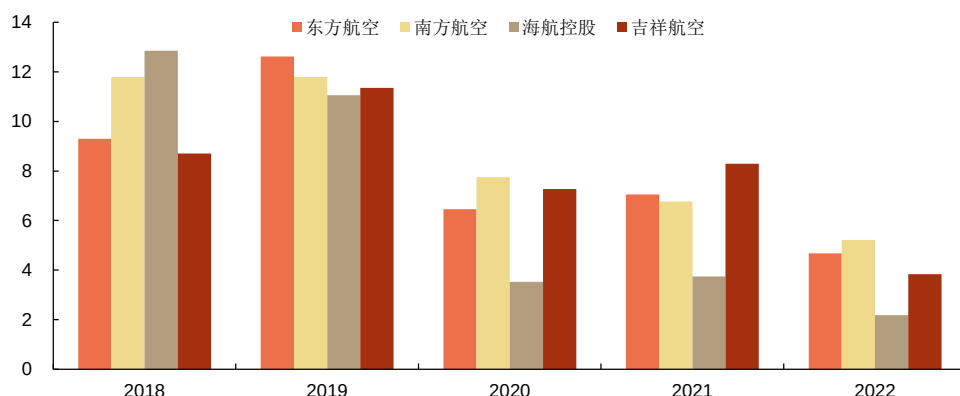
2018 年公司开始引进宽体机波音 787 机型，日利用率较低。随着运营经验积累叠加洲际航线持续开拓，B787 机型日利用率及盈利能力将迎来双升。

图19：公司各机型日利用率对比（小时）



资料来源：公司 2017-2022 年报，公司 2023 年半年报，申港证券研究所

图20: 航司 B787 日利用率对比 (小时)

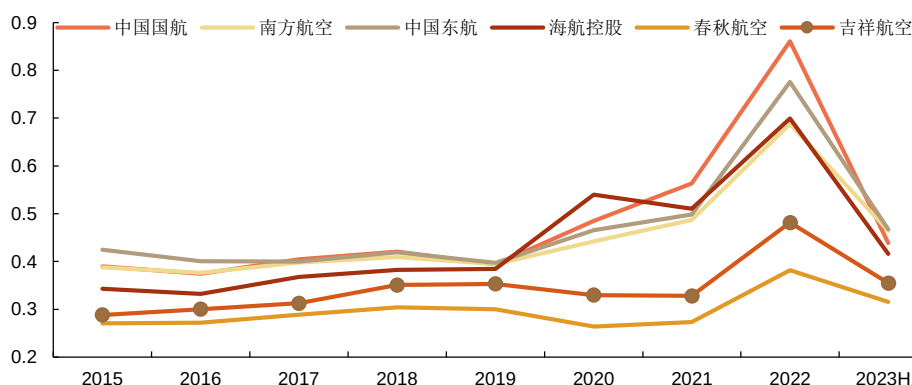


资料来源: 萝卜投资, 吉祥航空 2018-2022 年报, 中国东航 2018-2022 年报, 海航控股 2021-2022 年报, 申港证券研究所

2.3 油价和汇率影响成本结构

公司在日常经营的全过程均十分重视贯彻成本控制的理念, 打造“最优成本结构”的竞争优势, 通过年轻机队与统一机型、精细规划与专业运营、专注核心业务与精简人员资产规模等方式, 使公司 **CASK** 长期保持行业领先水平。2023 年上半年公司 **CASK** 为 0.35 元, 单位成本管控能力接近低成本航空龙头春秋航空, 优于三大航及海航控股。

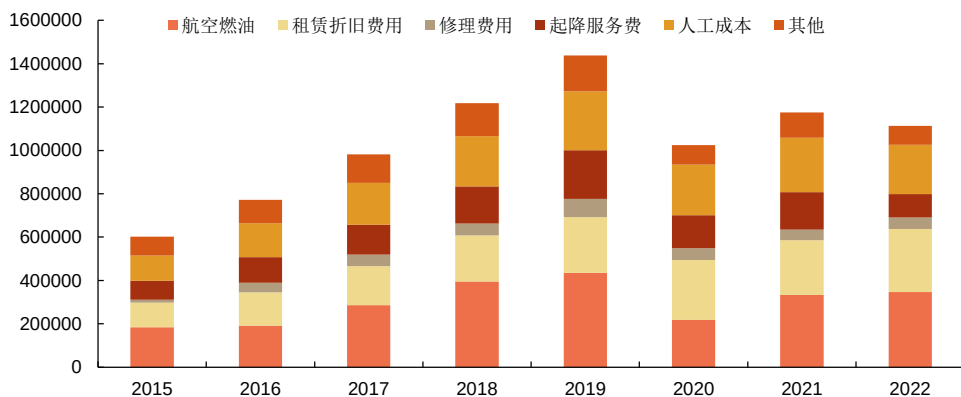
图21: 航司单位可用座公里成本对比 (元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

航油成本作为公司第一大成本, 长期占主营业务成本比例在三成左右。2022 年公司航油成本、租赁折旧费用、人工成本、起降服务费、修理费用分别占比 31.16%、26.13%、20.47%、9.64%、4.74%。

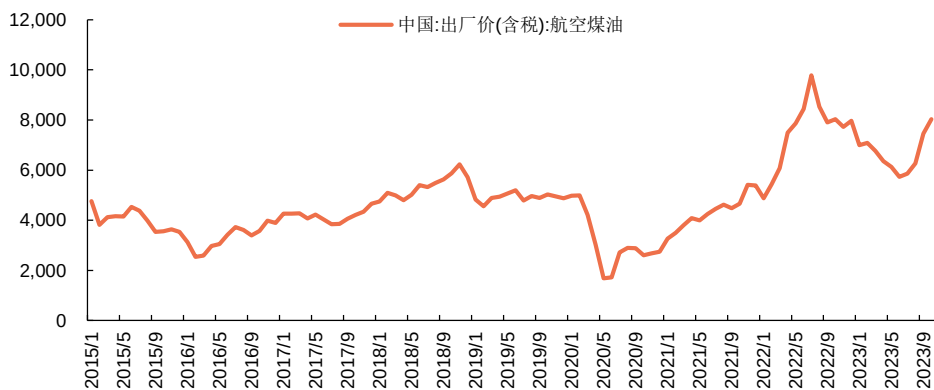
图22: 公司主营业务成本构成 (万元)



资料来源: Wind, iFinD, 申港证券研究所

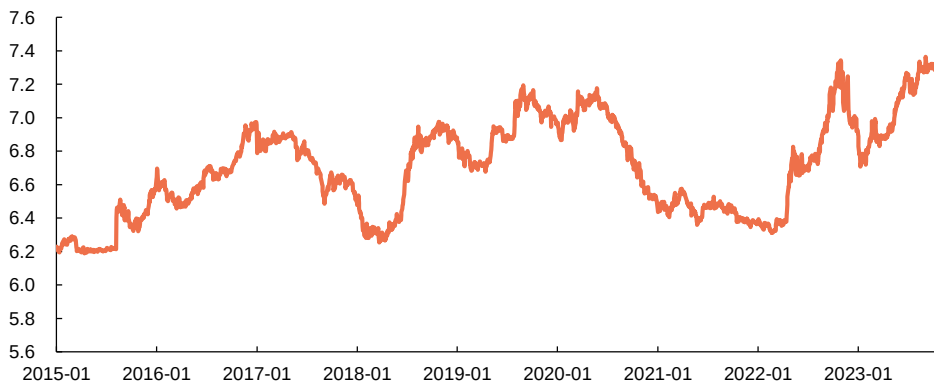
2023 年上半年, 受 OPEC 产量计划、美联储加息动态、经济增速变动三大因素影响原油价格走势, 原油价格持续上涨; 自去年底, 离岸人民币对美元汇率一度跌至 7.3748, 随后不断升值, 最高至 6.6975, 但自 4 月份开始, 人民币一路贬值, 一度突破 7.3。原油价格上涨及人民币贬值加剧了航空公司的生产成本。

图23: 中国航空煤油出厂价 (元/吨)



资料来源: Wind, 隆众资讯, 申港证券研究所, 数据截至 2023 年 10 月

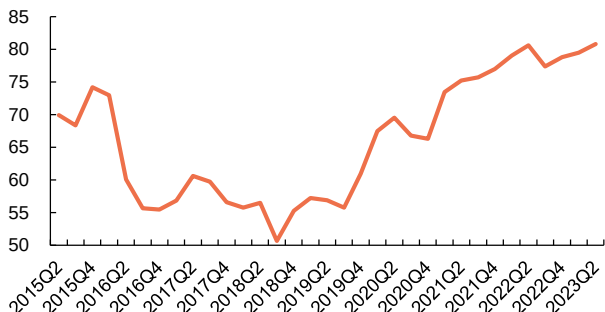
图24: 离岸人民币兑美元汇率走势



资料来源: Wind, ICAP, 申港证券研究所, 数据截至 2023 年 10 月 13 日

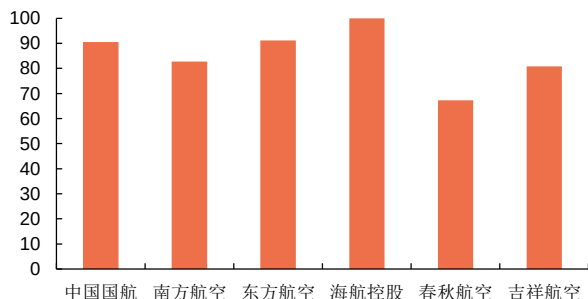
2020-2022 年出行受阻叠加经租进表影响，公司资产负债不断上升。2023H1 公司资产负债率上升至 80.78%，较 2019 年底提升了 19.84pcts，高于春秋航空但低于三大航。

图25：公司资产负债率 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

图26：2023H1 航司资产负债率对比 (%)

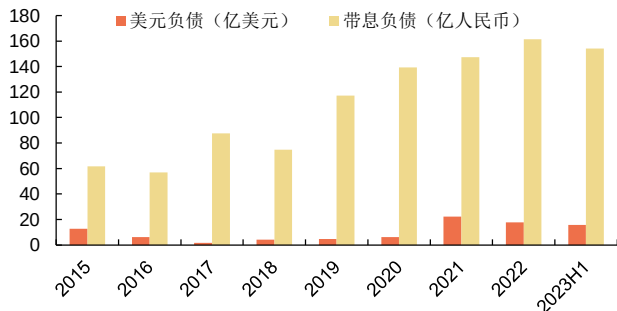


资料来源：Wind，申港证券研究所

公司机队中有近半数是由经营租赁方式引入，2021 年“经租进表”后公司美元负债规模大幅增长，根据 2021 年报，公司美元债务余额 22.12 亿美元，相较 2020 年大幅增长 16.01 亿美元。

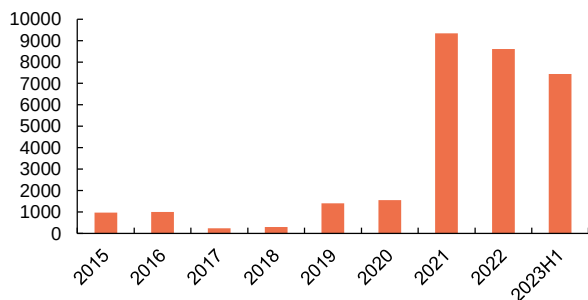
在此影响下，公司汇率敏感性明显增长，2020 年人民币对美元每升值 1%，公司净利润将增加 0.15 亿元人民币，而 2021 年人民币对美元每升值 1%，公司净利润将增加 0.93 亿元人民币。

图27：公司美元负债及带息负债



资料来源：公司 2015-2022 年报，公司 2023 年半年报，申港证券研究所

图28：人民币兑美元升值 1%，公司净利润增加额 (万元)



资料来源：公司 2015-2022 年报，公司 2023 年半年报，申港证券研究所

3. 业绩预测与估值

3.1 关键假设

ASK 运力投放:2023 年行业全面复苏,公司机队规模扩大有望提速。我们预计 2023-2025 年公司国内 ASK 增速为 88%/15%/10%, 国际 ASK 增速为 930%/30%/20%, 地区 ASK 增速为 600%/20%/10%。

客座率:公司客座率企稳回升,未来有望达到 2019 年的同等水平。我们预计 2023-2025 年公司国内客座率为 84.5%/86.5%/87.5%, 国际客座率为 71%/78%/82%,

地区客座率为 80%/82%/84%。

客公里收益：公司盈利能力持续提升，随着波音 B787 的运行增加，公司客公里收益将向三大行靠拢。我们预计 2023-2025 年公司国内客公里收益为 0.48/0.49/0.5 元，国际客公里收益为 0.8/0.65/0.55 元，地区客公里收益为 0.9/0.9/0.9 元。

航油成本：2023 年前 10 月布伦特原油平均价格相比 2022 年全年有所下降。我们预计 2023-2025 年公司单位 ASK 航油成本为 0.13/0.12/0.115 元。

租赁折旧费：需求修复下飞机运力投放增加，单位租赁折旧费回归正常水平。我们预计 2023-2025 年公司单位 ASK 租赁折旧费为 0.07/0.07/0.07 元。

人工成本：随着机队扩大，员工人数相应增加。我们预计 2023-2025 年单位 ASK 人工成本为 0.06/0.06/0.06 元。

3.2 业绩预测

根据关键假设，我们预测公司 2023-2025 年营业收入为 209.1 亿元、249.6 亿元、280.7 亿元，同比增长 154.6%、19.4%、12.5%；归母净利润为 9.6 亿元、27.4 亿元、36.5 亿元，2023 年实现扭亏为盈，2024-2025 年大幅增长 185.5%、33.1%。

表3：公司营收预测（亿元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
客运国内	101.83	64.41	172.56	207.38	235.46
客运国际	8.64	11.40	28.96	33.61	35.87
客运地区	0.60	0.38	3.71	4.56	5.14
货运	5.09	4.79	2.63	2.77	2.90
其他业务	1.52	1.13	1.19	1.25	1.31
收入合计	117.67	82.10	209.06	249.56	280.69
主营业务成本	117.47	111.34	170.97	193.80	212.35
其他业务成本	0.33	0.30	0.30	0.31	0.33
成本合计	117.80	111.64	171.26	194.11	212.67
毛利率	-0.11%	-35.98%	18.08%	22.22%	24.23%

资料来源：Wind，申港证券研究所

3.3 估值

我们选取 2023 年 10 月 18 日收盘价数据，公司 2023-2025 年对应的 PE 分别为 30.62、10.73、8.06 倍。我们选取中国国航、南方航空、中国东航、海航控股、春秋航空与公司进行估值对比，5 家公司 2023-2025 年平均 PE(剔除负值)为 143.16、10.8、8.93 倍。

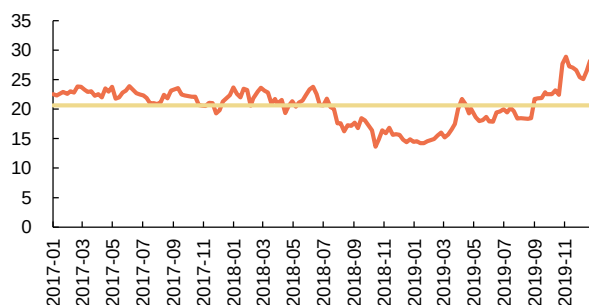
目前航空行业处于修复期，2023 年盈利水平仍处于爬坡期，我们认为 2024 年有望恢复到正常水平。我们以公司 2024 年的盈利预测作为估值基础，参考公司 2017-2019 年 PE 平均值 20.6 倍，给予公司 2024 年 20 倍 PE 的估值，对应股价 24.74 元，市值 547.82 亿元。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

表4: 可比公司 PE 估值

证券代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE			EPS(元)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601111	中国国航	7.43	1077	43.74	6.57	5.55	0.17	1.13	1.34
600029	南方航空	5.8	931	43.97	7.96	6.2	0.13	0.73	0.94
600115	中国东航	4.1	823	462.6	7.73	6.08	0.01	0.53	0.67
600221	海航控股	1.4	605	-	18.58	16.07	-0.04	0.08	0.09
601021	春秋航空	49.39	483	22.32	13.18	10.74	2.21	3.75	4.6
	均值			143.16	10.8	8.93	0.63	1.24	1.53
603885	吉祥航空	13.27	294	30.62	10.73	8.06	0.43	1.24	1.65

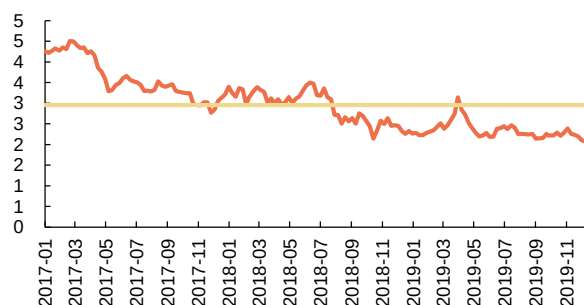
资料来源: Wind, 申港证券研究所, 数据采用 2023 年 10 月 18 日收盘价, 除吉祥航空外其余数据来自 Wind 一致预期

图29: 吉祥航空历史 PE (2017-2019 年)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图30: 吉祥航空历史 PB (2017-2019 年)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

4. 风险提示

航空安全风险。因航空业直接关系到乘客人身与货物的安全,各航空公司都以航空安全为首要关注点,安全飞行是航空公司维持正常运营和良好声誉的前提条件。若在航空安全方面出现漏洞,公司在面临严重资产损失的同时,亦将遭受声誉下降、客户流失等风险。

航空业政策变化风险。航空业受国家财政、信贷、税收等相关政策的影响,且民航局在进行行业监管、国家发改委在审批飞机采购过程中,任何涉及市场准入与退出、航权开放、国内及国际航线布局、航班时刻管理等方面的航空业政策变化,都可能对公司未来业务的发展产生影响。

宏观经济波动风险。航空运输业是与经济、贸易环境状况密切相关的行业。民航运输业受宏观经济景气度的影响较大,宏观经济景气度直接影响经济活动的开展、居民可支配收入和进出口贸易额的增减,进而影响航空客货运需求。同时,国际经贸关系和地缘政治局势将较大程度影响公司的国际航空运输需求。如未来国内外宏观经济景气度下降、贸易关系或地缘政治局势紧张进一步加剧,可能会对公司的经营业绩和财务状况造成不利影响。

航油价格波动风险。航油是航空公司生产成本最主要构成项之一,未来原油供应、美元加息、地缘政治等因素均存在不确定性,预计油价仍存在一定波动风险。航油

市场价格的波动将导致公司生产成本的变化,进而影响公司业绩。2023 年上半年,公司航油成本 29.47 亿元,占主营业务成本比重为 36.6%。航油消耗量为 47.77 万吨。如果公司平均采购航油价格上涨或下降 5%,其它因素保持不变,则公司将减少或增加净利润约人民币 11049.65 万元。

利率变动风险。截至 2023 年 6 月底,公司合并口径下负债总额为 366.67 亿元,其中约 153.98 亿元为带息债务(包括长短期借款),市场利率波动将对公司债息偿付产生一定影响。

汇率变动风险。截至 2023 年 6 月底,公司美元债务余额约 15.64 亿美元(包括长短期美元借款、长期美元应付、美元租赁负债等)。公司的部分租赁负债、银行贷款及其他贷款主要以美元为单位,假定除汇率以外的其他风险变量不变,人民币兑美元汇率变动使人民币升值或贬值 1%,将导致公司 2023 年净利润增加或减少约 7445.33 万元。

其他不可抗力及不可预见风险。航空运输业受外部环境影响较大,自然灾害、突发性公共卫生事件以及国际地缘政治动荡等因素都会影响市场的需求和航空公司的正常运营,包括航班中断、客运量和收入减少、安全和保险成本上升等,可能会对公司的生产经营造成不利影响。

表5: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2025E
营业收入	11767	8210	20906	24956	28069	流动资产合计	3658	3351	6046	8563	14815		
营业成本	11780	11164	17126	19411	21267	货币资金	1146	1189	1672	3564	9330		
营业税金及附加	6	11	21	25	28	应收账款	582	471	573	615	615		
营业费用	453	378	711	849	954	其他应收款	946	968	2465	2942	3309		
管理费用	512	546	460	549	618	预付款项	319	117	321	284	355		
研发费用	79	68	63	75	84	存货	207	209	225	202	163		
财务费用	540	2076	2007	1148	1039	其他流动资产	353	290	683	848	936		
资产减值损失	0	-110	0	0	0	非流动资产合计	40201	41796	41953	41897	41504		
公允价值变动收益	5	2	3	3	3	长期股权投资	12	2	7	5	6		
投资净收益	-40	-16	0	0	0	固定资产	9338	12225	12769	13126	13324		
营业利润	-793	-5495	1240	3576	4779	无形资产	847	721	704	688	673		
营业外收入	141	17	20	20	20	商誉	0	0	0	0	0		
营业外支出	8	7	7	7	7	其他非流动资产	25	29	60	80	85		
利润总额	-660	-5485	1252	3588	4792	资产总计	43859	45147	47999	50460	56319		
所得税	-162	-1316	304	866	1159	流动负债合计	14766	17860	20458	19830	22232		
净利润	-498	-4169	948	2723	3632	短期借款	8162	10843	3789	0	0		
少数股东损益	-1	-22	-11	-16	-14	应付账款	962	1021	1462	1704	1841		
归属母公司净利润	-498	-4148	959	2739	3646	预收款项	0	0	0	0	0		
EBITDA	1312	-1889	4201	5771	6907	一年内到期的非流动负债	4276	4181	10645	12708	14293		
EPS (元)	-0.25	-2.03	0.43	1.24	1.65	非流动负债合计	18993	17718	17929	17842	17893		
主要财务比率						长期借款	4513	3625	3625	3625	3625		
						应付债券	0	0	0	0	0		
成长能力						负债合计	33759	35577	38387	37672	40125		
营业收入增长	16.49%	-30.23%	154.63%	19.37%	12.47%	少数股东权益	44	28	17	1	-13		
营业利润增长	5.96%	592.53%	122.56%	188.45%	33.65%	实收资本 (或股本)	1966	2214	2214	2214	2214		
归属于母公司净利润增长	5.03%	733.55%	123.13%	185.48%	33.11%	资本公积	5108	8091	8091	8091	8091		
获利能力						未分配利润	3474	-664	295	3034	6680		
毛利率(%)	-0.11%	-35.98%	18.08%	22.22%	24.23%	归属母公司股东权益合计	10056	9542	9595	12787	16207		
净利率(%)	-4.23%	-50.78%	4.54%	10.91%	12.94%	负债和所有者权益	43859	45147	47999	50460	56319		
总资产净利润(%)	-1.13%	-9.19%	2.00%	5.43%	6.47%	现金流量表		单位:百万元					
ROE(%)	-4.95%	-43.47%	10.00%	21.42%	22.50%		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
偿债能力						经营活动现金流	1557	208	5654	5156	6342		
资产负债率(%)	77%	79%	80%	75%	71%	净利润	-498	-4169	948	2723	3632		
流动比率	0.25	0.19	0.30	0.43	0.67	折旧摊销	748	839	954	1047	1089		
速动比率	0.23	0.18	0.28	0.42	0.66	财务费用	540	2076	2007	1148	1039		
营运能力						应付账款减少	-62	112	-102	-43	0		
总资产周转率	0.31	0.18	0.45	0.51	0.53	预收账款增加	0	0	0	0	0		
应收账款周转率	21	16	40	42	46	投资活动现金流	-1999	-1734	-1879	-757	-948		
应付账款周转率	11.91	8.28	16.84	15.77	15.84	公允价值变动收益	5	2	3	3	3		
每股指标 (元)						长期股权投资减少	7	10	-5	3	-1		
每股收益(最新摊薄)	-0.25	-2.03	0.43	1.24	1.65	投资收益	-40	-16	0	0	0		
每股净现金流(最新摊薄)	-0.23	0.03	0.22	0.85	2.60	筹资活动现金流	-15	1588	-3291	-2509	372		
每股净资产(最新摊薄)	5.11	4.31	4.33	5.78	7.32	应付债券增加	0	0	0	0	0		
估值比率						长期借款增加	-1505	-888	0	0	0		
P/E	-	-	30.62	10.73	8.06	普通股增加	0	248	0	0	0		
P/B	2.59	3.08	3.06	2.30	1.81	资本公积增加	-5	2983	0	0	0		
EV/EBITDA	31.93	-24.79	10.89	7.30	5.50	现金净增加额	-456	62	484	1891	5767		

资料来源: Wind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**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**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）