

研究所：

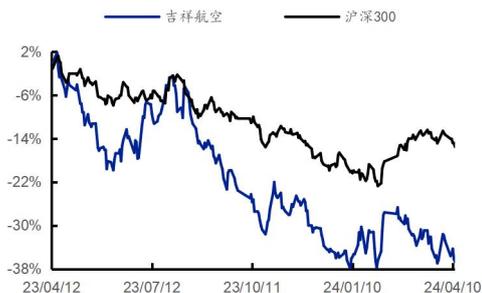
证券分析师：

祝玉波 S0350523120005
zhouyb01@ghzq.com.cn

2023年扭亏为盈，运力高增助推盈利充分释放

——吉祥航空（603885）2023年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/04/12

表现	1M	3M	12M
吉祥航空	-8.6%	-2.2%	-36.4%
沪深300	-3.4%	5.8%	-15.2%

市场数据

2024/04/12

当前价格（元）	11.85
52周价格区间（元）	11.14-19.39
总市值（百万）	26,235.96
流通市值（百万）	26,235.96
总股本（万股）	221,400.53
流通股本（万股）	221,400.53
日均成交额（百万）	160.56
近一月换手（%）	0.58

事件：

2024年4月9日，吉祥航空发布2023年报：

业务方面，2023年公司运输旅客2463.91万人次/yoy+141.31%，较2019年同期增长11.91%；ASK、RPK分别同比上升105.79%、153.17%，较2019年同期增长17.02%、13.70%；客座率为82.81%/yoy+15.50%，较2019年同期下降2.42%。

其中4Q2023，公司运输旅客595.22万人次/yoy+174.69%，较2019年同期增长11.08%；ASK、RPK分别同比上升121.28%、186.02%，较2019年同期增长15.81%、15.69%；客座率为83.01%/yoy+18.79%，较2019年同期下降0.09%。

财务方面，2023年公司实现营业收入200.96亿元/yoy+144.76%，较2019年同期增长19.98%；归母净利润7.51亿元，上年同期为-41.48亿元，2019年同期为9.94亿元；扣非归母净利润7.26亿元，上年同期为-41.58亿元，2019年同期为9.04亿元。

其中4Q2023，公司实现营业收入42.16亿元/yoy+144.78%，较2019年同期增长12.55%；归母净利润-3.82亿元，上年同期为-11.75亿元，2019年同期为-2.41亿元；扣非归母净利润-3.93亿元，上年同期为-11.37亿元，2019年同期为-2.48亿元。

投资要点：

■ 2023年公司经营显著改善，业务恢复速度领跑行业

航空出行需求持续恢复，公司2023年业务量快速修复，客运量、ASK、RPK分别较2019年增长11.91%、17.02%、13.70%；伴随疫后行业整体收益管理策略转向叠加公司在高品质航线上的领先布局，2023年公司RASK达到0.41元/yoy+24.89%，较2019年增长2.8%；综上，2023年公司营业收入增长至200.96亿元，较2019年增长近2成。

四季度航空出行需求略显疲弱，受此影响，4Q2023公司客运量环比下降16.52%，营业收入环比下降35.62%。

■ **2023 年毛利率已超过 2019 年，归母净利润仍有差距**

成本端，2023 年公司 CASK 为 0.36 元，同比下降 25.08%，较 2019 年增长 2.14%；扣油 CASK 为 0.23 元，同比下降 31.33%，较 2019 年下降 7.46%，主要是由于机队利用小时持续恢复摊薄单位成本。整体来看，公司 2023 年毛利率为 14.35%，较 2019 年增加 0.33%。

费用端，2023 年公司销售费用同比增长 84.93%至 6.99 亿元，主要是由于航班量大幅增长；管理费用同比下降 5.53%至 5.16 亿元；财务费用为 15.02 亿元，同比下降 27.69%，但仍处于近 5 年较高水平，其中净利息支出达 13.59 亿元。此外，其他收益（主要为合作航线收入和政府补助）提升至 9.04 亿元，同比增长 44.13%。综上，2023 年公司实现归母净利润 7.51 亿元，同比扭亏为盈，较 2019 年下降 24.45%。

■ **机队利用率改善叠加规模扩张，助推公司盈利充分释放**

吉祥航空通过吉祥、九元双品牌全方位布局全服务与低成本两大赛道，2019 年公司处在宽体机培育的起步阶段，多重不利因素拖累业绩表现；但通过持续积蓄运营经验和成长动能，当下波音 787 系列飞机已成为公司开拓洲际线的重要依托。另外，据公司 2023 年报，2024 年公司计划引进 12 架飞机，机队规模同比增长 10.26%，在周期持续上行的背景下，机队利用率改善叠加机队规模扩张有望共同助推公司盈利充分释放。

■ **盈利预测和投资评级** 基于公司未来业务恢复进度我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年营收分别为 241.76 亿元、267.50 亿元、296.62 亿元，归母净利润分别为 21.88 亿元、29.45 亿元、35.56 亿元，对应 PE 分别为 12 倍、9 倍、7 倍。机队利用率改善叠加机队规模扩张，助推公司盈利充分释放，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示** （1）永久性亏损风险：现金流断裂导致破产、大规模增发导致股份被动大幅稀释；（2）阶段性冲击风险：宏观层面，经济大幅波动，重大自然灾害；行业层面，重大政策变动，航空事故，行业竞争加剧等；公司层面，运力引进不及预期，成本控制不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	20096	24176	26750	29662
增长率(%)	145	20	11	11
归母净利润 (百万元)	751	2188	2945	3556
增长率(%)	118	191	35	21
摊薄每股收益 (元)	0.34	0.99	1.33	1.61
ROE(%)	9	21	22	21
P/E	35.29	11.99	8.91	7.38
P/B	3.16	2.48	1.94	1.53
P/S	1.32	1.09	0.98	0.88
EV/EBITDA	9.96	8.16	6.49	5.54

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：吉祥航空盈利预测表

证券代码:	603885				股价:	11.85		投资评级:	买入		日期:	2024/04/12	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	9%	21%	22%	21%	EPS	0.34	0.99	1.33	1.61				
毛利率	14%	16%	20%	20%	BVPS	3.80	4.78	6.11	7.72				
期间费率	14%	9%	9%	9%	估值								
销售净利率	4%	9%	11%	12%	P/E	35.29	11.99	8.91	7.38				
成长能力					P/B	3.16	2.48	1.94	1.53				
收入增长率	145%	20%	11%	11%	P/S	1.32	1.09	0.98	0.88				
利润增长率	118%	191%	35%	21%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.45	0.50	0.51	0.51	营业收入	20096	24176	26750	29662				
应收账款周转率	40.55	51.28	47.02	59.06	营业成本	17212	20282	21486	23586				
存货周转率	80.73	93.66	91.94	101.54	营业税金及附加	21	24	27	30				
偿债能力					销售费用	699	832	902	1002				
资产负债率	81%	78%	74%	71%	管理费用	516	555	601	668				
流动比	0.23	0.30	0.46	0.64	财务费用	1501	893	903	891				
速动比	0.16	0.23	0.38	0.57	其他费用/(-收入)	78	80	80	80				
					营业利润	965	2828	3838	4653				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	3	96	97	96				
现金及现金等价物	1470	2793	5150	8699	利润总额	968	2925	3935	4750				
应收款项	496	471	569	502	所得税费用	210	731	984	1187				
存货净额	249	258	291	292	净利润	759	2193	2951	3562				
其他流动资产	1660	1665	1916	1847	少数股东损益	8	6	6	6				
流动资产合计	3875	5188	7926	11341	归属于母公司净利润	751	2188	2945	3556				
固定资产	13310	15146	16810	18688									
在建工程	4299	5109	5677	6074	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	23377	23048	22524	22003	经营活动现金流	6408	6332	7336	8808				
长期股权投资	1	1	1	1	净利润	751	2188	2945	3556				
资产总计	44861	48492	52937	58107	少数股东损益	8	6	6	6				
短期借款	9468	9468	9468	9468	折旧摊销	3132	3385	3701	3856				
应付款项	1335	1380	1508	1663	公允价值变动	11	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	740	248	-88	542				
其他流动负债	6081	6273	6438	6692	投资活动现金流	-83	-5303	-5226	-5458				
流动负债合计	16884	17121	17415	17822	资本支出	91	-5463	-5275	-5486				
长期借款及应付债券	4088	4088	4088	4088	长期投资	-187	-14	-1	8				
其他长期负债	15499	16699	17899	19099	其他	13	173	50	20				
长期负债合计	19587	20787	21987	23187	筹资活动现金流	-6107	280	244	208				
负债合计	36471	37908	39401	41009	债务融资	-1632	1200	1200	1200				
股本	2214	2214	2214	2214	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	8391	10584	13535	17098	其它	-4474	-920	-956	-992				
负债和股东权益总计	44861	48492	52937	58107	现金净增加额	198	1309	2354	3558				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【交运小组介绍】

祝玉波：交通运输行业首席分析师，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境电商物流、以及化工物流、汽车物流等细分产业链板块。

张付哲：交通运输行业研究助理，航运行业专家，3年航运咨询行业从业经验，先后就职于 Drewry 和 VesselsValue，以产业助力金融，主攻航运、船舶、港口等板块。

【分析师承诺】

祝玉波，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代

自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。