



Research and
Development Center

民营航空巨头，国内外航线稳步发展

—吉祥航空(603885)公司深度报告

2024年07月16日

左前明 能源行业首席分析师
执业编号 S1500518070001
邮箱 zuoqianming@cindasc.com

证券研究报告

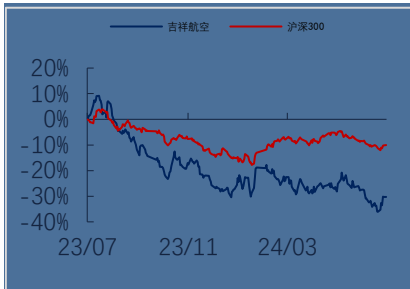
公司研究

公司深度报告

吉祥航空 (603885)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	11.63
52 周内股价波动区间 (元)	18.21-10.66
最近一月涨跌幅 (%)	-3.41
总股本 (亿股)	22.14
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	257.49

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

吉祥航空 (603885.SH) 深度报告：民营航空巨头，国内外航线稳步发展

2024 年 07 月 16 日

本期内容提要：

◆**民营航空巨头，服务覆盖低中高全旅客市场。**公司于 2006 年在上海成立，经营规模稳步扩张。2014 年，公司进军低成本航空市场，投资控股设立九元航空。2015 年，公司在上交所上市。经过近二十年发展，公司现已实现航空产业高、中、低端旅客市场全覆盖，实行双品牌及双枢纽运行的发展战略。2023 年公司营收创新高，利润已实现扭亏为盈。24Q1 公司实现盈利，归母净利润录得 3.7 亿元，同比增长 124.6%，较 2019 年同期 -7.4%。

◆**运营情况：旅客市场覆盖全面，国内外航线稳步发展。**

1) **枢纽建设：双品牌双枢纽战略高效服务旅客市场。**公司以上海和广州两地为主枢纽基地，持续打造长三角区域及珠三角区域的高价值航线网络。同时设立双品牌吉祥航空和九元航空，覆盖航空高、中、低端旅客市场，形成了精准的市场定位优势和独特的差异化竞争优势，充分发挥规模化机队运营效率的同时减少了成本支出，有利于实现效益最大化。

2) **国内航线：航网覆盖持续扩大，优质时刻资源稳步增加。**根据 2024 年夏秋航季航班时刻计划，吉祥航空国内线的周度航班时刻量达到 2779 班次，较 2019 年夏秋航季增长 15.6%。其中，公司一类机场互飞时刻占比为 4.4%，三大航基本为 20%左右。对比 2023 年夏秋航季占比 3.8%及 2019 年夏秋航季占比 2.6%有一定提升。具体航班时刻量看，新航季公司一类机场互飞航线的周计划航班量达到 288 班次，较 2019 年夏秋航季 +144.1%。与自身航班计划量相比，新航季吉祥/九元一类机场互飞时刻量占自身总航班时刻量的比重提升至 8.3%/5.8%，此前 2019 年夏秋航季这一比重分别为 4.9%、0%。

3) **国际航线：时刻资源仍在恢复，积极布局洲际航线。**2024 年夏秋航季，公司国际航线周计划航班量为 353 班次，对比 2019 年夏秋航季计划航班量减少 3.6%；公司国际航线航班时刻量占自身总航班时刻量中占比 8.6%，对比 2019 年夏秋航季的占比 10.8%也下降了 2.2pct，国际航线时刻量仍在恢复中。**洲际航线方面**，新航季公司在芬兰、希腊及意大利的航班时刻量增加到 20 班次，较 2019 年夏秋航季增加 42.9%，公司航班量占比提升至 14.2%，超过东航，较 2019 年夏秋航季 11.6%的比例增加 2.6pct。

◆**收入费用：单位收益接近三大航，成本管控紧贴春秋航空。**

1) **收入端：毛利率位居航司前列，单位客收益比肩三大航。**2014~2019 年，公司毛利率保持在 14%以上，超过三大航平均水平，2023 年取得五大航司中毛利率最高。单位客收益方面，2019 年，吉祥单位客公里收益达到 0.4681 元，相较于国航/南航/东航分别 -12.34%/-3.70%/-5.87%，与三大航单位收益差距已有显著缩减，高于春秋航空 29.40%。

2) **成本端：单位成本紧贴春秋航空，显著低于三大航。**2023 年，吉祥航空单位 ASK 成本 0.3605 元，相较于国航/南航/东航/春秋的单位 ASK 成本分别 -19.6%/-22.7%/-21.5%/+10.3%。与 2019 年相比，吉祥单位 ASK 成本上涨最少，仅增长 2.1%，低于其余航司。此前 2019 年，吉祥航空单位 ASK 成本相较于国航/南航/东航/春秋的单位 ASK 成本分别 -10.3%/-10.5%/-11.0%/+17.6%，公司成本优势进一步提升。

3) 费用端：单位费用接近春秋航空，财务费用有所上涨。2019年前，公司期间费用率基本保持稳中有降，至2019年期间费用率降低至9.07%，相较于春秋航空高出4.49pct，低于三大航水平。与2019年对比，2023年公司单位管理及销售费用分别下降1.6%和11.6%，且单位管理费用与春秋航空的差距有所缩减；公司财务费用方面有所上涨。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2024-2026年实现归母净利润16.22/22.65/27.16亿元，同比分别+115.93%、+39.62%、+19.89%，对应每股收益分别为0.73、1.02、1.23元，现价对应PE分别为15.87、11.37、9.48倍。考虑到公司作为民营航空巨头，双品牌发展战略铸造经营强优势，行业提振背景下业绩修复加快。综合历史估值情况考虑，首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

◆**股价催化剂：**行业供需状况明显改善，年报业绩超预期，公司月度经营数据超预期等。

◆**风险因素：**出行需求恢复不及预期，国际航线需求不及预期，油价大幅上涨风险，人民币大幅贬值风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8,210	20,096	24,272	26,159	27,611
增长率 YoY %	-30.2%	144.8%	20.8%	7.8%	5.6%
归属母公司净利润(百万元)	-4,148	751	1,622	2,265	2,716
增长率 YoY%	-769.1%	118.1%	115.9%	39.6%	19.9%
毛利率%	-36.0%	14.3%	16.1%	18.2%	19.1%
净资产收益率ROE%	-43.5%	8.9%	14.4%	16.7%	16.7%
EPS(摊薄)(元)	-1.87	0.34	0.73	1.02	1.23
市盈率 P/E(倍)	—	34.27	15.87	11.37	9.48
市净率 P/B(倍)	2.70	3.06	2.28	1.90	1.58

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为2024年7月15日收盘价

目录

1 民营航空巨头，服务覆盖低中高全旅客市场	6
1.1 经营稳步扩张，双品牌战略打造经营优势	6
1.2 业务情况：国内线稳步发展，国际线积极布局	7
1.3 财务情况：2023 年扭亏为盈，24Q1 保持经营盈利	8
2 运营情况：旅客市场覆盖全面，国内外航线稳步发展	10
2.1 发展战略：双品牌双枢纽战略高效服务旅客市场	10
2.2 国内航线：航网覆盖持续扩大，优质时刻资源稳步增加	11
2.3 国际航线：时刻资源仍在恢复，积极布局洲际航线	15
2.4 机队建设：机型统一降本增效	17
3 收入费用：单位收益接近三大航，成本管控紧贴春秋航空	19
3.1 收入端：毛利率位居航司前列，单位客收益比肩三大航	19
3.2 成本端：单位成本紧贴春秋航空，显著低于三大航	20
3.3 费用端：单位费用接近春秋航空，财务费用有所上涨	23
4 盈利预测、估值与投资评级	24
4.1 盈利预测：预计公司 2024 年归母净利润 16.22 亿元	24
4.2 估值及投资评级：首次覆盖给予“增持”评级	26
5 风险因素	27

表目录

表 1：吉祥航空历史沿革	6
表 2：吉祥航空及九元航空主基地、辅基地及市场定位	10
表 3：国内一、二、三类机场目录一览	12
表 4：2023 年，吉祥航空及九元航空机队情况	17
表 5：各航司 2024~2026 年计划引进飞机数	18
表 6：公司经营数据预测表	24
表 7：公司营收拆分及预测表	24
表 8：简易盈利预测表	25
表 9：吉祥航空 2015~2019 年 PE-TTM 均值为 24.72 倍	26
表 10：可比公司估值（截至 2024.7.15）	26

图目录

图 1：吉祥航空股权结构（截至 2024Q1 末）	7
图 2：24Q1 国内线 ASK/RPK 较 2019 年同期+35.1%/+37.1%	7
图 3：24Q1 国际线 ASK/RPK 较 2019 年同期+52.3%/+44.5%	7
图 4：24Q1，国际线 RPK 占比提升至 16.3%	8
图 5：24Q1 国内线/国际线客座率较 2019 年同期+1.3/-4.2pct	8
图 6：24Q1 公司营收较 2019 年同期+38.4%	8
图 7：24Q1 公司归母净利润录得 3.7 亿，较 2019 年同期-7.4%	8
图 8：2019 前，公司国内线营收占比基本在 83%、84%左右	9
图 9：2023 年，公司国际线营收较 2019 年下降 13.2%	9
图 10：24Q1，公司毛利率及净利率已有明显回升	9
图 11：公司资产负债率有一定增加，24Q1 末达到 81.5%	9
图 12：2024 年夏秋时刻，吉祥在上海两场时刻占比 10.8%	11
图 13：2024 年夏秋时刻，九元在广州白云时刻占比 3.3%	11
图 14：2024 年夏秋时刻，吉祥在南京禄口时刻占比 11.4%	11
图 15：2024 年夏秋时刻，吉祥在成都天府时刻占比 1.9%	11
图 16：2024 年夏秋航季，吉祥一类机场互飞时刻占比 4.4%	12
图 17：2023 年夏秋航季，吉祥一类机场互飞时刻占比 3.8%	12
图 18：2019 年夏秋航季，吉祥一类机场互飞时刻占比 2.6%	12
图 19：2024 年夏秋航季，吉祥/九元一类机场互飞时刻量占自身总航班时刻量的比重提升至 8.3%/5.8%	12
图 20：2024 年夏秋航季，吉祥航空航线网络图	13
图 21：2024 年夏秋航季，吉祥国内线航班时刻量较 19 年同期提升 15.6%	13
图 22：2024 年夏秋航季，吉祥 Top20 航线时刻中一线城市互飞及一线&新一线互飞时刻比重提升至 55.8%	13
图 23：2024 年夏秋航季，九元航空航线网络图	14
图 24：2024 年夏秋航季，九元国内线航班时刻量较 19 年同期提升 58.0%	14
图 25：2024 年夏秋航季，九元 Top20 航线时刻中一线城市互飞及一线&新一线互飞时刻比重提升至 29.0%	14
图 26：2023 年，吉祥航空国内线运力较 2019 年+26.4%	14
图 27：24Q1，吉祥航空国内线客座率超 2019 年同期 1.3pct	14

图 28:	2024 年夏秋航季, 公司国际时刻量较 2019 年夏秋航季减少 3.6%.....	15
图 29:	2024 年夏秋航季, 公司国际时刻量占比 8.6%.....	15
图 30:	2024 年夏秋航季, 公司国际时刻量占比 10.8%.....	15
图 31:	公司国际航线航权时刻量集中在东南亚和日韩地区.....	16
图 32:	2024 年夏秋航季, 吉祥在东南亚航权时刻占比 5.2%.....	16
图 33:	2024 年夏秋航季, 吉祥在日韩的航权时刻占比 5.1%.....	16
图 34:	2024 年夏秋航季, 吉祥洲际线航权时刻占比 14.2%.....	16
图 35:	2023 年, 吉祥航空国际线运力较 2019 年-26.2%.....	17
图 36:	24Q1, 吉祥航空国际线客座率较 2019 年同期-4.2pct.....	17
图 37:	2014~2019 年, 吉祥毛利率位居航司前列, 贴近国航.....	19
图 38:	2014~2019 年, 吉祥平均净利率 9.5%, 高于三大航.....	19
图 39:	公司营收略高于春秋, 两航司同比增速基本一致.....	19
图 40:	2018 年起, 公司归母净利低于春秋, 业绩修复更慢.....	19
图 41:	2019 年前吉祥与三大航单位客公里收益差距逐渐缩小.....	20
图 42:	2019 年, 吉祥仅低于南航单位座公里收益 0.89%.....	20
图 43:	2019 年吉祥营业成本结构.....	20
图 44:	2023 年吉祥航空营业成本结构.....	20
图 45:	航司单位成本占比结构对比.....	21
图 46:	航司单位 ASK 成本对比 (单位: 元).....	21
图 47:	航司单位 ASK 燃油成本对比 (单位: 元).....	21
图 48:	航司单位 ASK 非油成本对比 (单位: 元).....	21
图 49:	航司单位 ASK 人工成本对比 (单位: 元).....	22
图 50:	航司单位 ASK 折旧摊销成本对比 (单位: 元).....	22
图 51:	航司单位 ASK 起降费成本对比 (单位: 元).....	22
图 52:	航司单位 ASK 维修费成本对比 (单位: 元).....	22
图 53:	2014~2019 年, 吉祥期间费用率逐渐降低, 贴近春秋.....	23
图 54:	航司单位 ASK 管理费用对比 (单位: 元).....	23
图 55:	单位 ASK 销售费用 (单位: 元).....	23
图 56:	春秋和吉祥财务费用对比 (单位: 百万元).....	23

1 民营航空巨头，服务覆盖低中高全旅客市场

1.1 经营稳步扩张，双品牌战略打造经营优势

经营规模稳步扩张，双品牌及双枢纽运行实现航空旅客市场全覆盖。公司前身为上海吉祥航空有限公司，曾用名“东部快线航空有限公司”，由均瑶集团及均瑶投资分别出资 53.33%、46.67%，于 2006 年在上海成立。2011 年，均瑶集团、均瑶投资、大众交通，以及自然人王均豪作为发起人，将吉祥有限整体变更为股份公司，吉祥航空股份有限公司在上海注册成立，均瑶集团持股 88.07%。2014 年，公司进军低成本航空市场，投资控股设立九元航空有限公司，出资 78.9%。2015 年，公司在上交所上市，成功登陆 A 股市场。经过近二十年发展，公司现已实现航空产业高、中、低端旅客市场全覆盖，实行双品牌及双枢纽运行的发展战略。

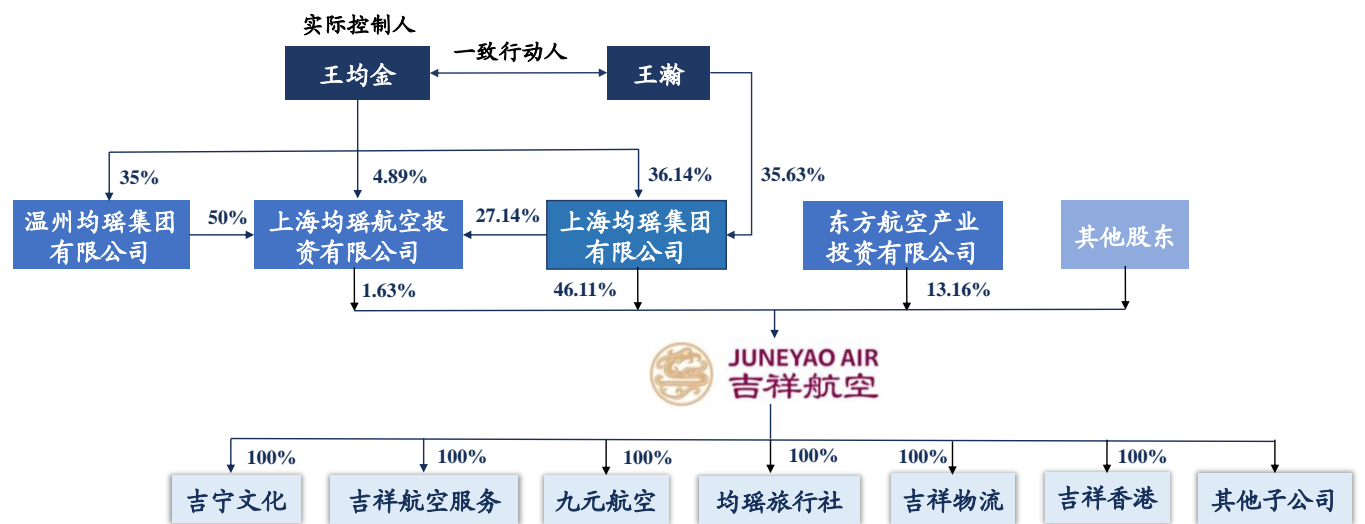
表1：吉祥航空历史沿革

时间	事件
2005~2006 年	2005 年，民航局批复同意公司前身东部快线航空有限公司的筹建，东部快线于 2006 年 3 月 23 日成立，由均瑶集团及均瑶投资出资组建；2006 年 4 月东部快线更名为“上海吉祥航空有限公司”并取得注册号；同年 9 月吉祥航空正式开航运营
2011 年	吉祥有限整体变更改制设立股份公司，正式更名为“上海吉祥航空股份有限公司”
2014 年	为开拓廉价航空市场，吉祥航空与亿利资源集团有限公司、新华联控股有限公司、自然人纪广平共同投资设立九元航空有限公司，各方出资比例分别为 78.9%、15%、0.1%、6%；基地机场为广州白云机场，主营国内航空客货运输业务。2014 年 12 月，九月航空正式开航。
2015 年	5 月 27 日在上海证券交易所正式上市，成功登陆 A 股市场
2016 年	将南京设立为辅助基地，匹配上海主基地的时刻和航线排布
2019 年	成为首家使用宽体机执行洲际航线的民营航企，并和芬兰航空展开联营
2021 年	自 7 月 1 日起，与芬兰航空正式开展上海-赫尔辛基及双方连接的中国大陆与欧洲承运航点之间的联营合作
2022 年	设立四川分公司，立足成都天府国际机场，构建成渝腹地和长三角腹地的干线通道
2023 年	国际市场新增与恢复了 18 个国际（地区）航点，经营 25 条国际航线，国际班次投入同比增长显著

资料来源：公司公告，公司官网，公司招股说明书及年报，信达证券研发中心

公司控股股东为均瑶集团，实际控制人为王均金。截至 2024 年一季度末，公司控股股东为上海均瑶（集团）有限公司，持有公司股权 46.11%；王均金持有均瑶集团 36.14% 的股权，通过均瑶集团及温州均瑶、均瑶投资控制吉祥航空，具有对吉祥航空的实际控制权。

图1：吉祥航空股权结构（截至 2024Q1 末）



资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

1.2 业务情况：国内线稳步发展，国际线积极布局

1) 国内线情况：2019 年前，公司国内线运力及周转量均保持稳定增长；疫情期间旅客出行有一定波动下滑，2023 年年初疫情政策调整后，旅客出行快速恢复。2023 年，公司国内线运力及周转量已超过 2019 年同期水平，较 2019 年同期分别+26.4%、+23.2%；2024 年一季度，国内线旅客出行已恢复正常增长，运力 ASK、周转量 RPK 较 2019 年同期分别+35.1%、+37.1%。

2) 国际线情况：公司稳步布局国际航线，2019 年前国际航线周转量占比基本在 15% 左右，国际线运力增长较快。2023 年，公司国际线尚未完全恢复至 2019 年同期水平，运力及周转量较 2019 年分别-26.2%、-34.2%。2024 年一季度，公司增投洲际航线，国际线运力快速增长，较 2019 年同期增长 52.3%，周转量增长 44.5%。

3) 客座率情况：2019 年前，公司国内线客座率基本稳定在 85%~87% 左右，国际线客座率略有提升，客座率在 76%~83% 左右。疫情期间，航线客座率受到较大影响，下滑幅度较大；2023 年已有一定修复，国内线客座率回升到 84.4%，基本快恢复到疫情前水平；国际线客座率回升到 70.4%，较疫情前还存在较大修复空间。2024 年一季度，国内外航线客座率进一步回升修复，国内线客座率达到 87.2%，已超过 2019 年同期 1.3pct，国际线客座率回升至 77.9%，较 2019 年同期相差 4.2pct。

图2：24Q1 国内线 ASK/RPK 较 2019 年同期+35.1%/+37.1%

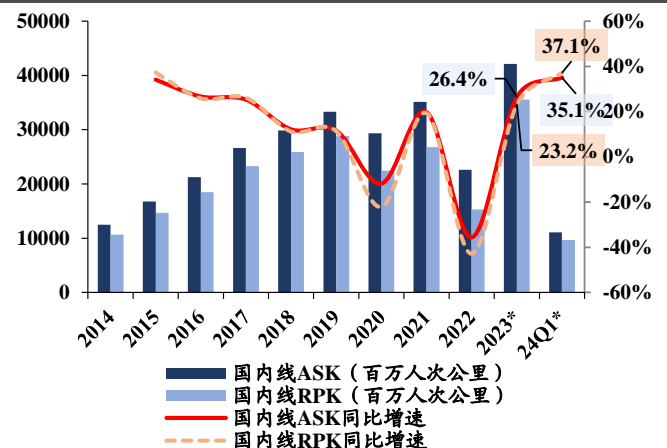
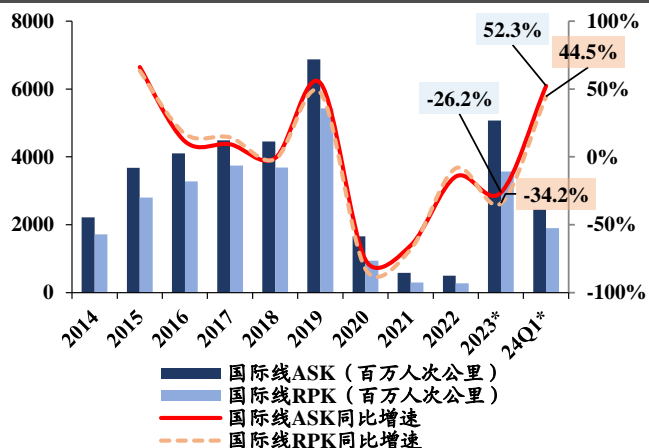


图3：24Q1 国际线 ASK/RPK 较 2019 年同期+52.3%/+44.5%

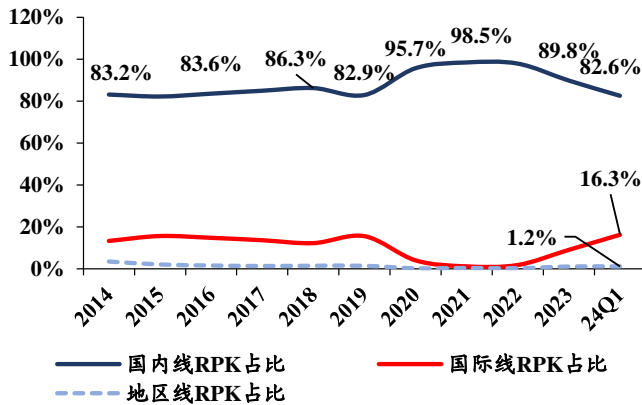


资料来源：iFind，信达证券研发中心

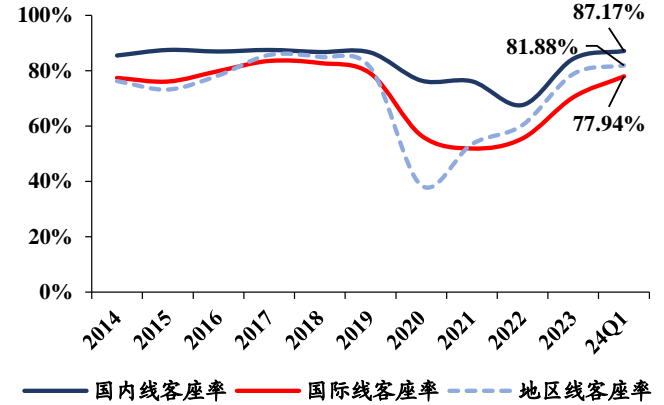
注：2023 年及 24Q1 为较 2019 年同期增速

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2023 年及 24Q1 为较 2019 年同期增速

图4：24Q1，国际线 RPK 占比提升至 16.3%


资料来源：iFind，信达证券研发中心

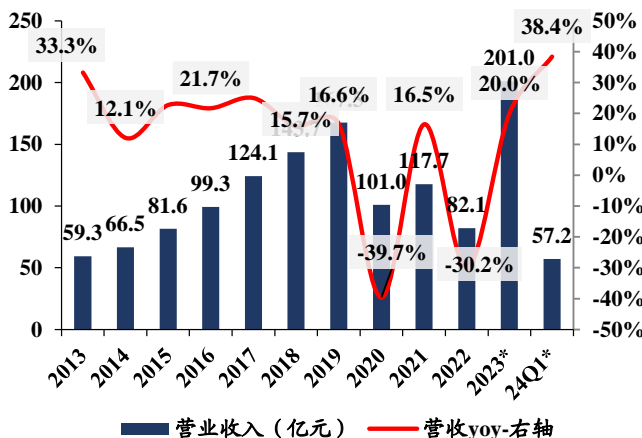
图5：24Q1 国内线/国际线客座率较 2019 年同期+1.3/-4.2pct


资料来源：iFind，信达证券研发中心

1.3 财务情况：2023 年扭亏为盈，24Q1 保持经营盈利

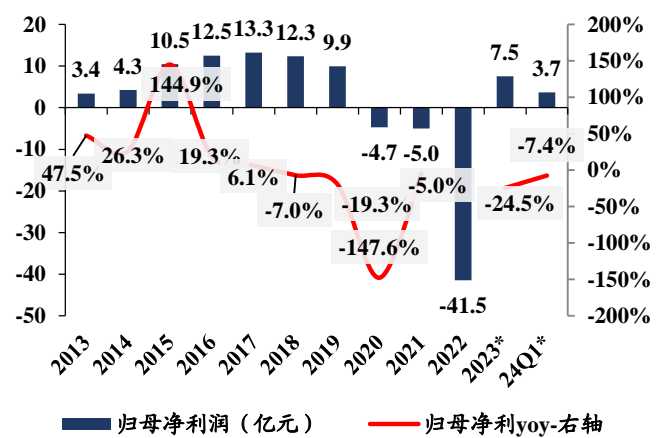
营收创新高，归母净利修复显著。总体看，2023 年公司实现营业收入 201.0 亿元，同比增长 144.8%，较 2019 年同期增长 20.0%，实现营收新高。24Q1，公司实现营业收入 57.2 亿元，同比增长 28.8%，较 2019 年同期增长 38.4%。归母净利润方面，2023 年公司录得归母净利 7.5 亿元，较去年同期扭亏 49.0 亿元，成功实现扭亏为盈，但和 2019 年同期仍有差距，较 2019 年-24.5%。24Q1 公司实现盈利，归母净利录得 3.7 亿元，同比增长 124.6%，较 2019 年同期-7.4%。

分地区看，疫情前国内线营收占比基本在 83%、84%左右，国际及地区航线营收占比约 16%。2023 年，国内线、国际及地区线营收分别 170.62、28.26 亿元，占比分别 85.8%、14.2%，较 2019 年同期分别+28.1%、-13.2%。

图6：24Q1 公司营收较 2019 年同期+38.4%


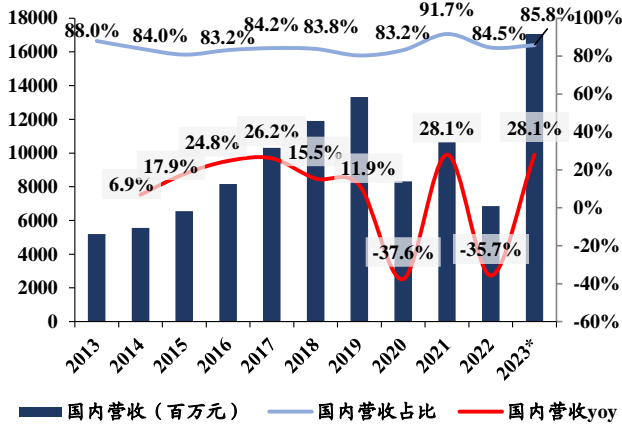
资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2023 年及 24Q1 为较 2019 年同期增速

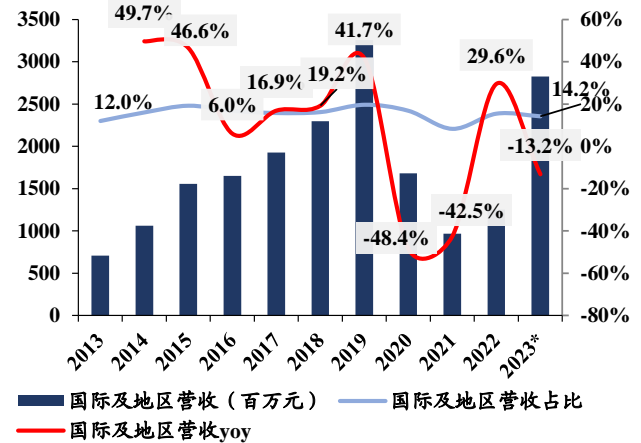
图7：24Q1 公司归母净利润录得 3.7 亿，较 2019 年同期-7.4%


资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2023 年及 24Q1 为较 2019 年同期增速，2022 年同比增速未列示

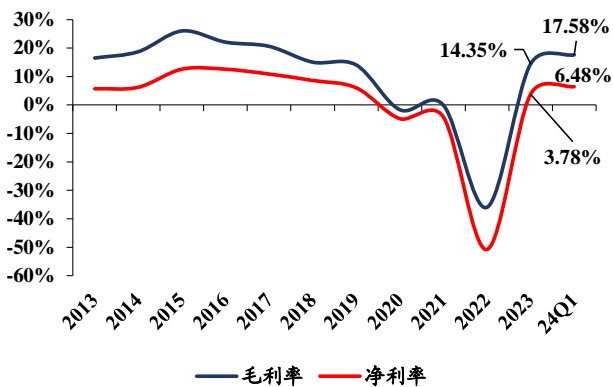
图8：2019 前，公司国内线营收占比基本在 83%、84%左右


资料来源：iFind，信达证券研发中心
 注：2023 年为较 2019 年同期增速

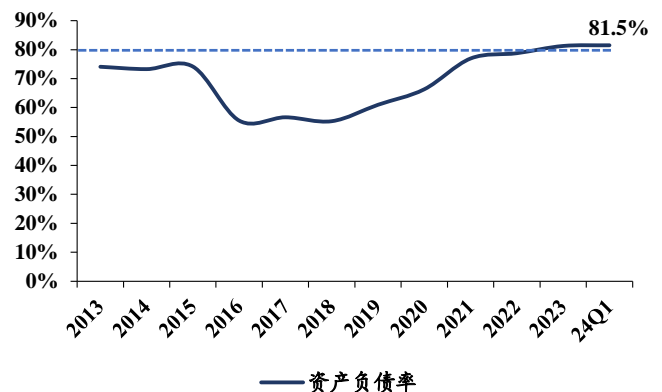
图9：2023 年，公司国际线营收较 2019 年下降 13.2%


资料来源：iFind，信达证券研发中心
 注：2023 年为较 2019 年同期增速

财务指标来看，疫情前公司毛利率、净利率相对稳定，毛利率基本保持在 14%以上，净利率基本保持在 6%以上。2023 年，公司毛利率及净利率回正，提升至 14.35%和 3.78%，毛利率超过 2019 年水平。24Q1，公司实现毛利率、净利率分别 17.58%、6.48%，盈利指标进一步改善。负债率方面，公司资产负债率基本保持在 80%以下，在疫情前呈下降趋势，疫情期间负债率回升，2023 年负债率提升至 81.3%，至 2024Q1 末，公司资产负债率为 81.5%。

图10：24Q1，公司毛利率及净利率已有明显回升


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图11：公司资产负债率有一定增加，24Q1 末达到 81.5%


资料来源：iFind，信达证券研发中心

2 运营情况：旅客市场覆盖全面，国内外航线稳步发展

2.1 发展战略：双品牌双枢纽战略高效服务旅客市场

双品牌双枢纽战略，打造全面高效的航线网络。公司以上海和广州两地为主枢纽基地，持续打造长三角区域及珠三角区域的高价值航线网络。公司设立双品牌吉祥航空和九元航空，覆盖航空高、中、低端旅客市场，形成了精准的市场定位优势和独特的差异化竞争优势，充分发挥规模化机队运营效率的同时，减少了成本支出，有利于实现效益最大化。

吉祥航空（全服务航空）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，目标客户主要定位在上海及周边城市圈的长江三角洲地区，客户群体为中高端商务、旅行及休闲客户。该区域客户收入水平高、消费能力强，具备旺盛的航空出行需求，且中高端公商务旅客群体占比较多，出行需求强，有效保障了航线的良好收益。同时，上海位于亚欧美大三角航线端点，飞往欧洲和北美西海岸航行时间均为 10 小时左右，有利于公司布局洲际航空市场。

子公司九元航空（低成本航空）以广州白云机场为主基地机场，运力主要投放于广州、海口、贵阳等地。九元航空充分利用了广州的地理区位优势，服务范围覆盖辐射珠三角及周边地区，建立了以广州为中心、全面覆盖国内主要城市的航网结构，同时可近距离辐射东南亚及周边国家。九元航空主要面向价格敏感型旅客和大众航空市场，公司业务层次在低成本航空市场延申，旅客市场覆盖面加大，为公司未来发展奠定坚实基础。

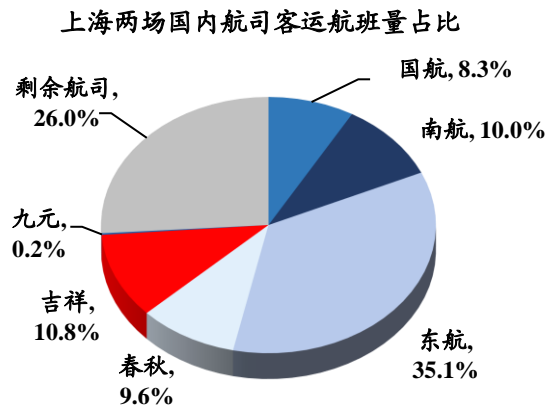
表2：吉祥航空及九元航空主基地、辅基地及市场定位

航司	基地	设立时间	辐射范围	市场定位
吉祥航空 (HO)	上海 (主基地)	2006	长三角地区及周边国家	定位中高端公商务及旅游休闲客户，国内线布局精品航线，国际线布局洲际航空市场
	南京 (辅基地)	2016	长三角及周边地区	完善干线网络运力建设，进一步强化在长三角区域影响力
	成都 (辅基地)	2022	成渝经济圈	构建成渝腹地和长三角腹地的干线通道，打开西部市场
九元航空 (AQ)	广州 (主基地)	2014	广东省及珠三角地区，辐射东南亚	拓展低成本航空市场、延伸业务层次；国内线全面覆盖国内主要城市，国际线布局东南亚相关旅游国家

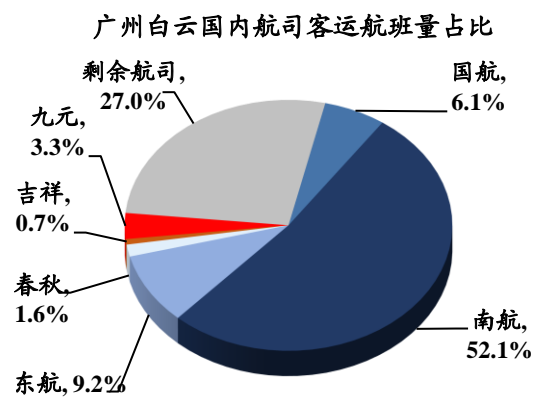
资料来源：公司公告，公司招股说明书及年报，信达证券研发中心

吉祥航空（HO）主基地机场为上海浦东和上海虹桥两场，辅基地机场为南京禄口及成都天府机场。根据 2024 年夏秋航季航班计划，吉祥航空在上海两场的国内航线航班时刻占比为 10.8%，仅次于东航；在南京禄口机场的国内航线航班时刻占比为 11.4%，也是仅次于东航；成都天府机场为 2022 年新设立辅助基地机场，航班时刻占比为 1.9%，占比较少。

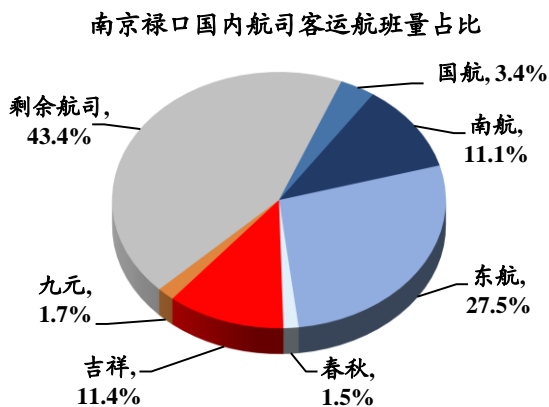
子公司九元航空（AQ）是除南方航空以外，唯一一家以广州为主运营基地的航空客运公司。2024 年夏秋航季中，九元航空在广州白云机场的国内航线航班时刻占比 3.3%，少于三大航，但在小航中占比居前。

图12：2024年夏秋时刻，吉祥在上海两场时刻占比10.8%


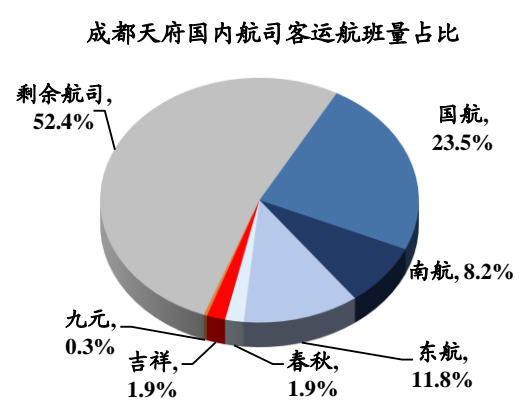
资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

图13：2024年夏秋时刻，九元在广州白云时刻占比3.3%


资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

图14：2024年夏秋时刻，吉祥在南京禄口时刻占比11.4%


资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

图15：2024年夏秋时刻，吉祥在成都天府时刻占比1.9%


资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

2.2 国内航线：航网覆盖持续扩大，优质时刻资源稳步增加

一类机场互飞比例明显提升，优质航线时刻资源增加。根据民航局此前发布的机场分类目录，国内机场划分为三类，其中一类机场为北京两场、上海两场、广州白云机场、深圳宝安机场及成都两场，均为公商务出行占比高、旅客流量大的大型机场。

根据2024年夏秋航季航班时刻计划，吉祥航空一类机场互飞时刻占比为4.4%，三大航基本为20%左右。对比2023年夏秋航季及2019年夏秋航季占比，吉祥航空占比分别为3.8%和2.6%，占比有一定提升。具体航班时刻量看，2024年夏秋航季，吉祥航空（含九元）的一类机场互飞航线的周计划航班量达到288架次，较2019年夏秋航季增长144.1%，时刻量大幅增加。与自身航班计划量相比，2024年夏秋航季，吉祥/九元一类机场互飞时刻量占自身总航班时刻量的比重提升至8.3%/5.8%，此前2019年夏秋航季这一比重分别为4.9%、0%。

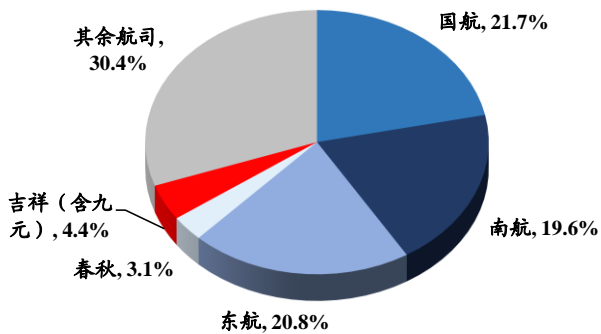
表3：国内一、二、三类机场目录一览

机场类别	机场
一类机场	北京首都、北京大兴、上海浦东、上海虹桥、广州白云、深圳宝安、成都双流、成都天府等 8 个机场
二类机场	昆明、重庆、西安、杭州、厦门、南京、郑州、武汉、青岛、乌鲁木齐、长沙、海口、三亚、天津、大连、哈尔滨、贵阳、沈阳、福州、南宁等 20 个机场
三类机场	除上述一、二类机场以外的机场

资料来源：民航局，信达证券研发中心

图16：2024年夏秋航季，吉祥一类机场互飞时刻占比4.4%

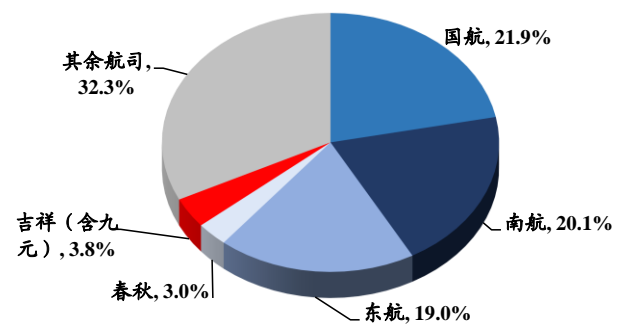
2024年夏秋航季各航司一类机场互飞航线时刻占比



资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

图17：2023年夏秋航季，吉祥一类机场互飞时刻占比3.8%

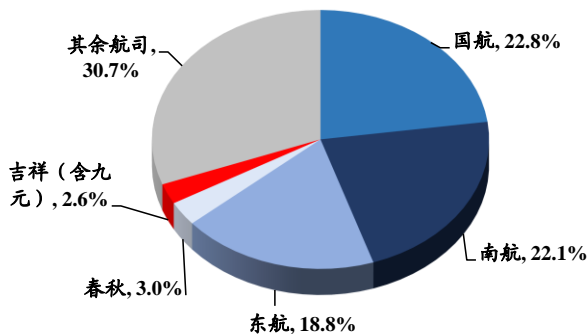
2023年夏秋航季各航司一类机场互飞航线时刻占比



资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

图18：2019年夏秋航季，吉祥一类机场互飞时刻占比2.6%

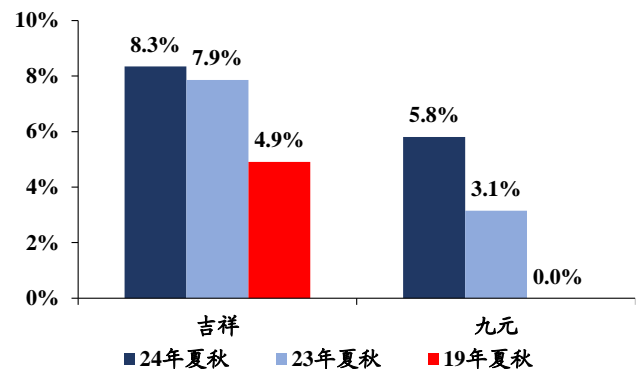
2019年夏秋航季各航司一类机场互飞航线时刻占比



资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

图19：2024年夏秋航季，吉祥/九元一类机场互飞时刻量占自身总航班时刻量的比重提升至8.3%/5.8%

一类机场互飞时刻量占自身总航班量比重

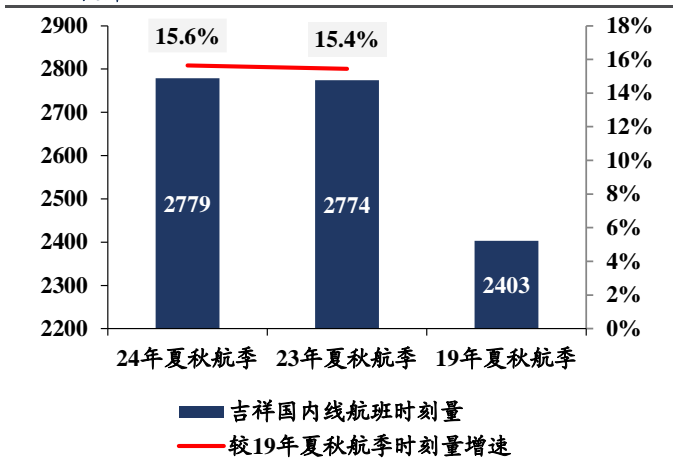


资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

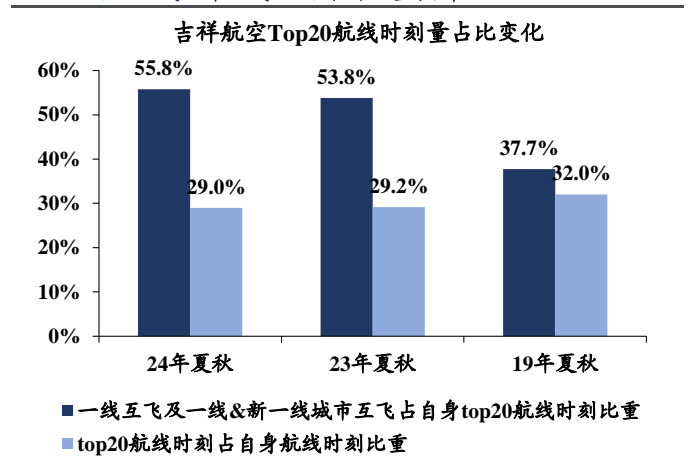
吉祥航空航线网络持续深化，时刻资源稳步提升。吉祥航空深耕上海主基地，2023年，吉祥航空执行超 210 条以上海为主运营基地始发国内、国际及港澳台地区航线，每周执飞 2131 个航班，航线网络覆盖国内外众多城市，航班恢复率超市场平均水平。国内航线上，吉祥航空持续优化航线布局，增加航班时刻资源，紧抓公商务优质航线的同时，深耕探亲、旅游市场。2024 年夏秋航季，吉祥航空国内线的周度航班时刻量达到 2779 班次，较 2019 年夏秋航季增长 15.6%。回顾吉祥航空航班量最多的前 20 条航线，一线互飞及一线&新一线城市互飞占自身 top20 航线时刻的比重从 2019 年夏秋航季的 37.7% 提升至 2024 年夏秋航季的 55.8%，优质航线时刻资源占比提升明显。

图20：2024年夏秋航季，吉祥航空航线网络图


资料来源：航班管家，信达证券研发中心

图21：2024年夏秋航季，吉祥国内线航班时刻量较19年同期提升15.6%


资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

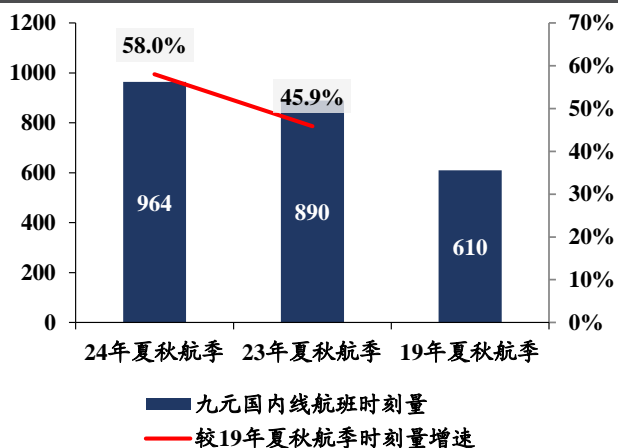
图22：2024年夏秋航季，吉祥Top20航线时刻中一线城市互飞及一线&新一线城市互飞时刻比重提升至55.8%


资料来源：航班管家，preflight，民航局，第一财经，信达证券研发中心

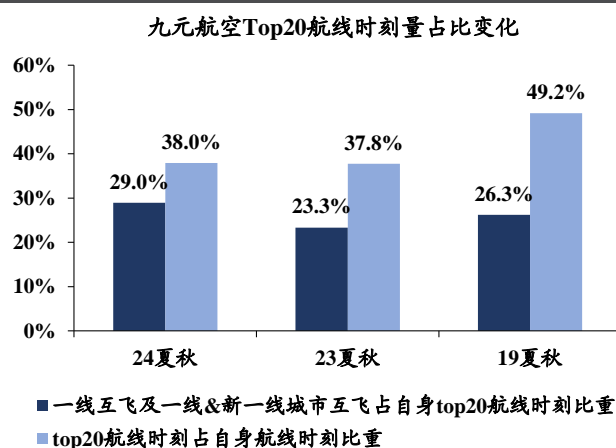
九元航空灵活增投运力，提升重点城市覆盖度。九元航空采用低成本经营模式，主要针对价格敏感的旅客群体，航线网络更为下沉，提升全国重点机场时刻容量的同时，填补西南地区重点城市航线空白，在贵阳等地区增投运力。九元航空现已成功进入北京市场，于2023年10月新增宁波—大兴往返航线，航线网络含金量和市场竞争力提升。同时，九元航空还会根据市场淡旺季和收益情况，灵活调整运力投入，实现淡季减亏。2024年夏秋航季，九元航空国内线的周度航班时刻量提升至964班次，较2019年夏秋航季增长58.0%，超过该航季行业增速27.3%。航班量最多的前20条航线中，一线互飞及一线&新一线城市互飞占九元航空自身top20航线时刻的比重从2019年夏秋航季的26.3%提升至2024年夏秋航季的29.0%，重点城市的时刻容量占比有所增加。

图23：2024年夏秋航季，九元航空航线网络图


资料来源：航班管家，信达证券研发中心

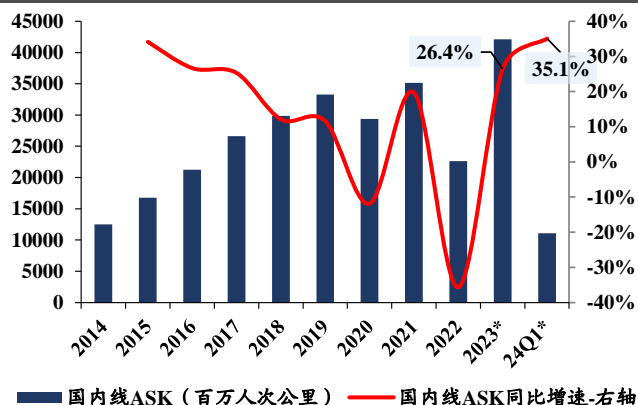
图24：2024年夏秋航季，九元国内线航班时刻量较19年同期提升58.0%


资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

图25：2024年夏秋航季，九元Top20航线时刻中一线城市互飞及一线&新一线城市互飞时刻比重提升至29.0%


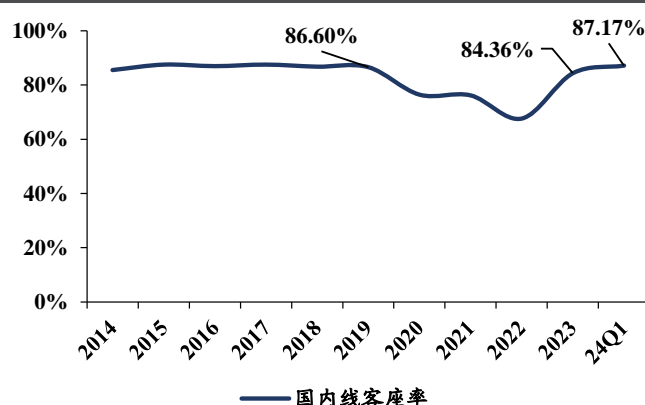
资料来源：航班管家，preflight，民航局，第一财经，信达证券研发中心

回顾吉祥航空国内线运力投放，疫情前一直保持稳定增长。2023年，公司国内线运力已超过2019年同期水平，较2019年同期+26.4%，但客座率较2019年同期仍存在2.2pct差距；24Q1，国内线运力较2019年同期+35.1%，客座率已超过2019年同期1.3pct。

图26：2023年，吉祥航空国内线运力较2019年+26.4%


资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2023年及24Q1为较2019年同期增速

图27：24Q1，吉祥航空国内线客座率超2019年同期1.3pct


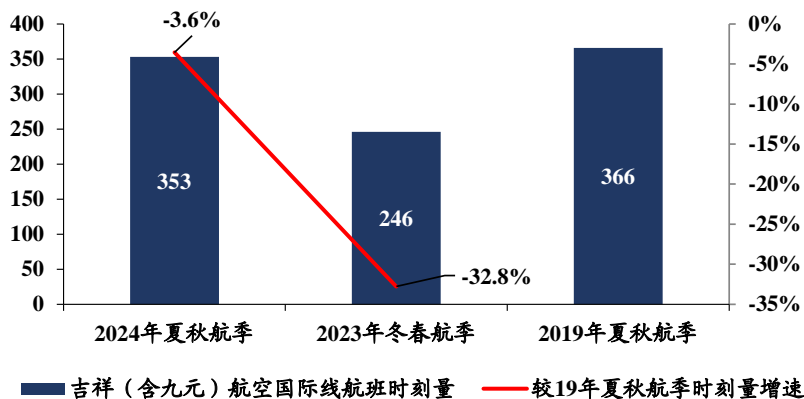
资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2023年及24Q1为较2019年同期增速

2.3 国际航线：时刻资源仍在恢复，积极布局洲际航线

国际航线航班时刻量及占比较 2019 年均有所下降。2024 年夏秋航季，公司国际航线周计划航班量为 353 班次，对比 2019 年夏秋航季计划航班量减少 3.6%；公司国际航线航班时刻量占自身总航班时刻量中占比 8.6%，对比 2019 年夏秋航季的占比 10.8%也下降了 2.2pct，国际航线时刻量仍在恢复中。

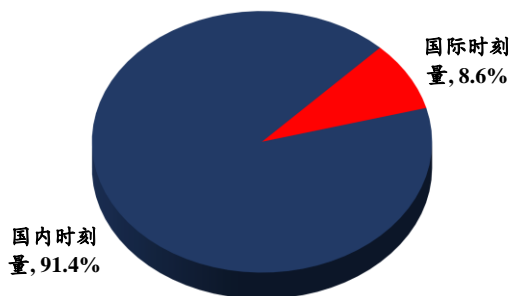
图28：2024 年夏秋航季，公司国际时刻量较 2019 年夏秋航季减少 3.6%



资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

图29：2024 年夏秋航季，公司国际时刻量占比 8.6%

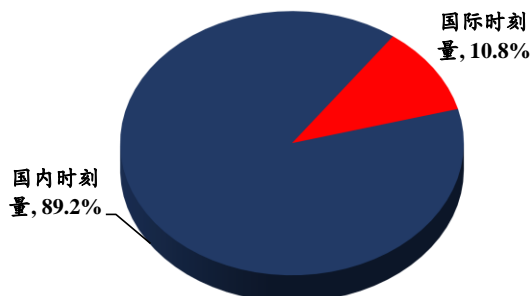
2024年夏秋航季吉祥(含九元)国内&国际航班时刻量占比



资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

图30：2024 年夏秋航季，公司国际时刻量占比 10.8%

2019年夏秋航季吉祥(含九元)国内&国际航班时刻量占比

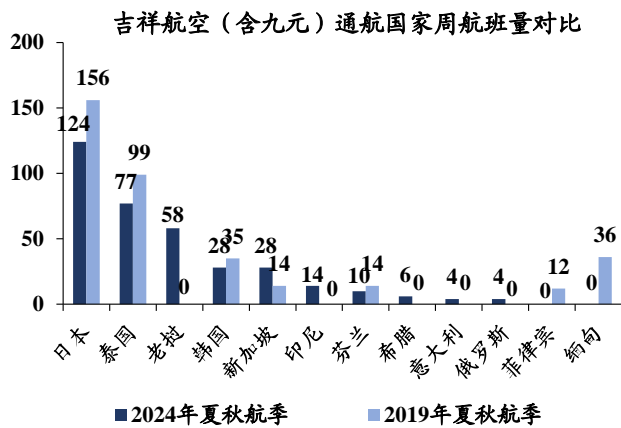


资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

具体区域看，公司国际线聚焦东南亚及日韩地区，逐渐增加洲际航线时刻量。公司国际航线航权时刻主要是在东南亚和日韩地区。2024 年夏秋航季中，公司航权时刻最多的前五个国家分别是日本、泰国、老挝、韩国、新加坡，周计划航班量分别是 124、77、58、28、28 班，日本、泰国及韩国航班时刻量较 2019 年夏秋航季有一定下降，中国-老挝、中国-俄罗斯航线为九元航空 2024 年夏秋航季新收获的航权资源，中国-希腊、中国-意大利为吉祥航空新增时刻资源。

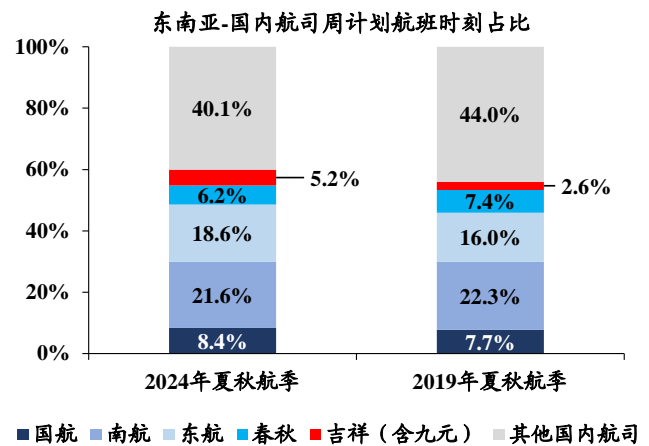
与其余航司对比看，**东南亚区域方面**，吉祥航空在 2024 年夏秋航季周计划航班量占比 5.2%，相对其余航司占比较小，航班量占比较 2019 年夏秋航季 2.6% 的比例提升 2.5pct。**日韩地区**，吉祥航空在 2024 年夏秋航季周计划航班量占比 5.1%，相较于 2019 年夏秋航季时刻占比 6.1% 有所下降。**洲际航线方面**，吉祥航空在芬兰、希腊及意大利的航班时刻量有所增加，2024 年夏秋航季周计划航班量增加到 20 班次，较 2019 年夏秋航季增加 42.9%，公司航班量占比提升至 14.2%，超过东航，较 2019 年夏秋航季 11.6% 的比例增加 2.6pct。

图31：公司国际航线航权时刻量集中在东南亚和日韩地区



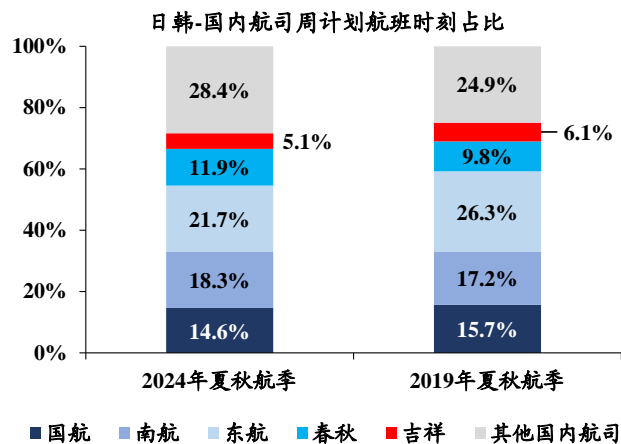
资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

图32：2024 年夏秋航季，吉祥在东南亚航权时刻占比 5.2%



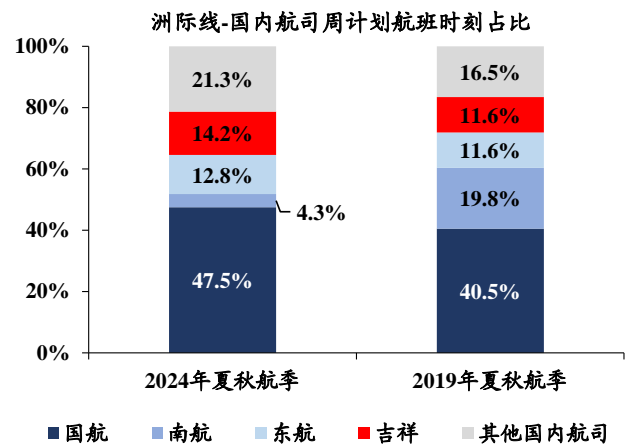
资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

图33：2024 年夏秋航季，吉祥在日韩的航权时刻占比 5.1%



资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

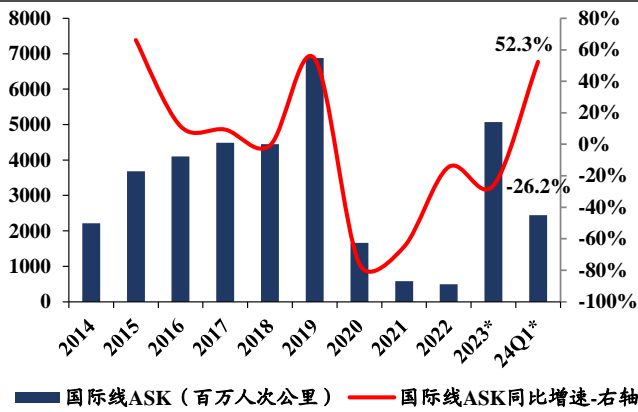
图34：2024 年夏秋航季，吉祥洲际线航权时刻占比 14.2%



资料来源：航班管家，preflight，民航局，信达证券研发中心

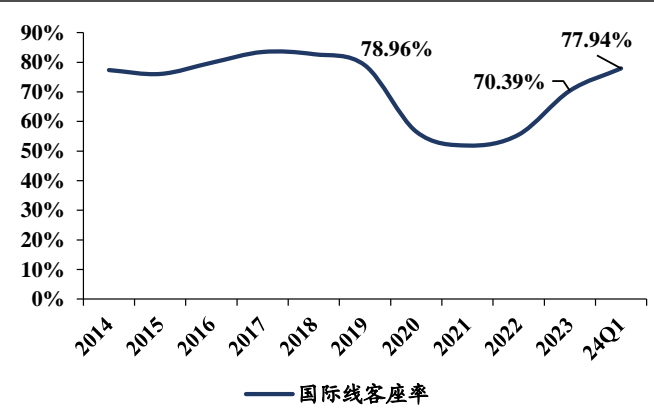
注：吉祥航空洲际线通航国家为芬兰、希腊、意大利

国际线运力恢复慢于国内线，2024 年增投洲际航线运力。2023 年公司国际航线可用座位公里恢复到 50.73 亿人次公里，较 2019 年同期-26.2%。公司新增与恢复了 18 个国际(地区)航点，经营 25 条国际航线，国际班次投入同比增长显著。2024 年一季度，公司增投洲际航线，国际航线运力较 2019 年一季度增长 52.3%。客座率方面，2023 年全年看，公司国际线客座率恢复至 70.39%，较 2019 年 78.96% 客座率仍有 8.57pct 差距；至 2024 年 Q1，与 2019 年同期差距缩减至 4.2pct。公司也将持续跟踪国际航线运力需求恢复变化情况，科学制定国际航线恢复新增策略，紧抓机会恢复日韩和东南亚其他航线。

图35：2023年，吉祥航空国际线运力较2019年-26.2%


资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2023年及24Q1为较2019年同期增速

图36：24Q1，吉祥航空国际线客座率较2019年同期-4.2pct


资料来源：iFind，信达证券研发中心

2.4 机队建设：机型统一降本增效

机队年轻利用率高，统一机型便于成本控制。截至2023年末，公司共有117架客运飞机，其中吉祥航空拥有87架空客A320系列飞机（其中30架为A320ceo，27架为A321ceo机型、20架为A320neo机型、10架为A321neo机型），7架波音B787系列飞机。子公司九元航空实际运营23架飞机，均为波音737系列飞机（其中1架为B737-8MAX）。机队平均机龄约6.83年，日利用率达到10.34小时，较行业平均利用率8.1小时超出2.2小时，基本快恢复到2019年的水平（2019年为10.67小时）。

公司机队较为年轻，且机型比较统一。吉祥航空机队以A320系列窄体飞机为主运营机型，以B787系列宽体机作为洲际运营储备的补充机型；九元航空机队由B737系列飞机组成，统一机型的机队构成使得公司成本控制具备显著优势。一方面，成新率较高的机队可有效保障出勤率，降低故障发生频次，大幅提升机队运营的效率；另一方面，机龄较短的飞机出现大修的概率较低，能够显著降低飞机维护维修成本，同时燃油成本也能较好控制。

表4：2023年，吉祥航空及九元航空机队情况

运营航司	飞机型号	引进方式	飞机数量	平均机龄	日利用率 (小时)	收入飞行小时数 (小时)	每客公里收益 (元)
吉祥航空	A320 系列 (87架)	自行保有	20	8.63	10.27	72,186.56	0.49
		融资租赁	29	4.94	10.38	86,065.92	
		经营租赁	38	7.06	10.22	134,050.97	
吉祥航空	B787 系列 (宽体机, 7架)	自行保有	3	4.96	10.97	11,539.15	0.71
		融资租赁	4	3.42	10.8	11,384.90	
九元航空	B737 系列 (23架)	自行保有	2	6.56	10.57	7,484.55	0.44
		融资租赁	1	7.47	11.68	4,030.33	
		经营租赁	20	8.27	10.33	73,184.17	
合计		-	117	6.83	10.34	-	-

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

机队引进方面，回顾 2019~2023 年各航司飞机净增长情况，国航、南航、东航、春秋、吉祥飞机年均增速分别为+2.4%、+1.2%、+2.0%、+6.8%、+5.1%，吉祥机队引进速度较快。从未来三年飞机引进计划看，2024 年三大航预计引进飞机架次均在 30 架以上，国航、南航、东航、春秋、吉祥 2024 年预计飞机净增长增速分别是+3.7%、+4.2%、+5.2%、+6.6%、+10.3%，我们预计 2023~2026 年航司飞机净增长年均增速分别为+4.0%、+2.3%、+3.5%、+8.6%、+5.1%，吉祥机队引进速度有望快于三大航。

表5: 各航司 2024~2026 年计划引进飞机数

客机规模/架次	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	19~23 年均增 速	23~26 年均增 速
中国国航 (含山航)	818	833	875	889	901	934	958	1013	2.4%	4.0%
净增长飞机数	32	15	42	14	12	33	24	55	-	-
yoy	4.1%	1.8%	5.0%	1.6%	1.3%	3.7%	2.6%	5.7%	-	-
南方航空	848	851	862	879	891	928	945	955	1.2%	2.3%
净增长飞机数	22	3	11	17	12	37	17	10	-	-
yoy	2.7%	0.4%	1.3%	2.0%	1.4%	4.2%	1.8%	1.1%	-	-
中国东航	723	725	752	775	782	823	834	868	2.0%	3.5%
净增长飞机数	43	2	27	23	7	41	11	34	-	-
yoy	6.3%	0.3%	3.7%	3.1%	0.9%	5.2%	1.3%	4.1%	-	-
春秋航空	93	102	113	116	121	129	141	155	6.8%	8.6%
净增长飞机数	12	9	11	3	5	8	12	14	-	-
yoy	14.8%	9.7%	10.8%	2.7%	4.3%	6.6%	9.3%	9.9%	-	-
吉祥航空	96	98	110	110	117	129	130	136	5.1%	5.1%
净增长飞机数	6	2	12	0	7	12	1	6	-	-
yoy	6.7%	2.1%	12.2%	0.0%	6.4%	10.3%	0.8%	4.6%	-	-
合计运营 客机数	2578	2609	2712	2769	2812	2943	3008	3127	2.2%	3.6%
合计净增长	115	31	103	57	43	131	65	119	-	-
yoy	4.7%	1.2%	3.9%	2.1%	1.6%	4.7%	2.2%	4.0%	-	-

资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

注：仅统计公司客机规模，不含货机及公务机；国航机队规模统计包含山航

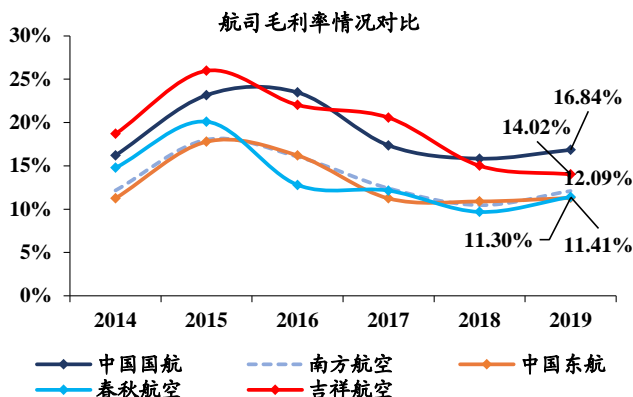
3 收入费用：单位收益接近三大航，成本管控紧贴春秋航空

3.1 收入端：毛利率位居航司前列，单位客收益比肩三大航

公司毛利率位居航司前列，单位客收益水平贴近三大航。对比各航司 2019 年前毛利率情况，2014~2019 年，吉祥航空毛利率保持在 14% 以上，平均毛利率 19.4%，超过国航/南航/东航/春秋分别 0.58/5.86/6.27/5.90pct。2023 年，吉祥航空录得毛利率 14.35%，为五大航司中最高；24Q1 公司毛利率为 17.58%，仅略低于春秋航空的 17.62% 毛利率，领先三大航。净利率方面，2014~2019 年，吉祥航空平均净利率 9.5%，较国航/南航/东航/春秋分别 +3.51/+5.90/+5.08/-3.02pct，较明显高出三大航，低于春秋航空。

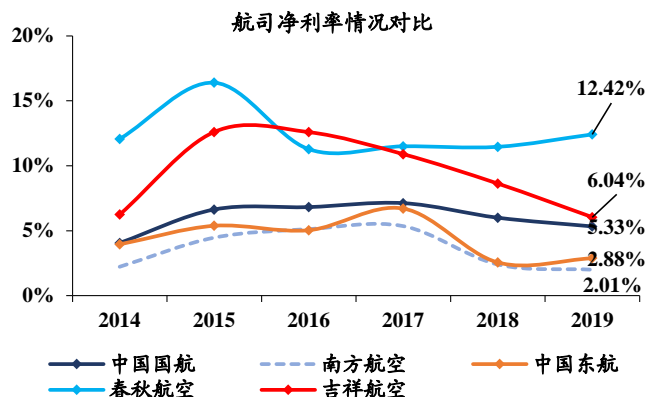
具体对比春秋航空，营收更高，归母净利更低。相对于春秋航空，公司营收更高，二者营收同比增速基本一致，2019 年以前吉祥航空营收增长更为平稳。归母净利方面，受引入宽体机影响，2018 和 2019 年吉祥航空归母净利均有一定下滑，同比分别下降 7.0% 和 19.3%。2023 年，吉祥和春秋均已实现归母净利扭亏，吉祥航空实现归母净利 7.51 亿元，较 2019 年同期 -24.5%，春秋航空实现归母净利 22.57 亿元，超过 2019 年同期 22.6%。24Q1，吉祥航空录得归母净利 3.71 亿元，较 2019 年同期 -7.4%，业绩改善加快。

图37：2014~2019 年，吉祥毛利率位居航司前列，贴近国航



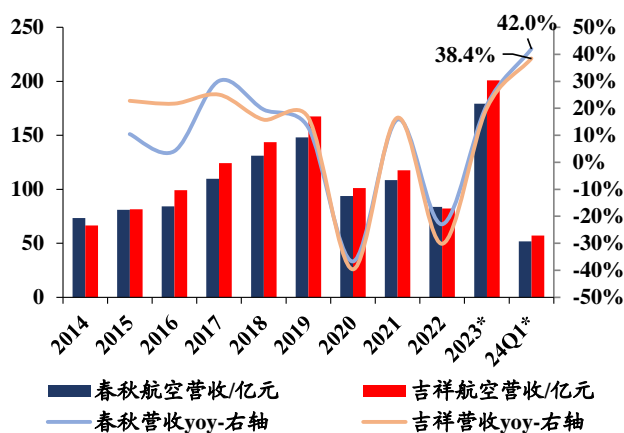
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图38：2014~2019 年，吉祥平均净利率 9.5%，高于三大航



资料来源：iFind，信达证券研发中心

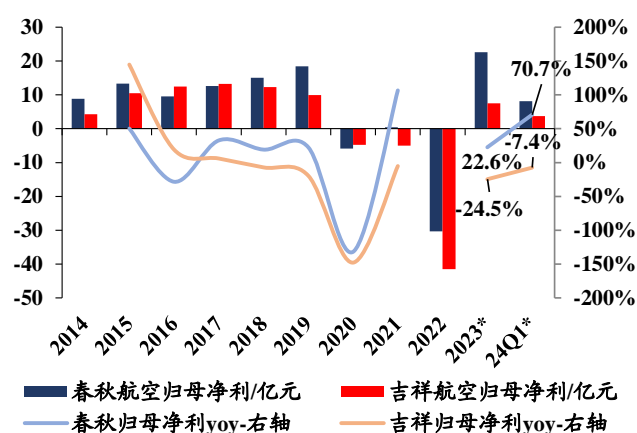
图39：公司营收略高于春秋，两航司同比增速基本一致



资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2023 年及 24Q1 为较 2019 年同期增速

图40：2018 年起，公司归母净利低于春秋，业绩修复更慢

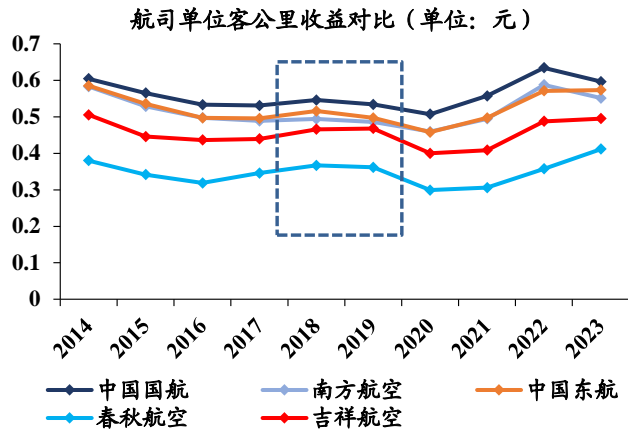


资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2023 年及 24Q1 为较 2019 年同期增速，2022 年同比增速未列示

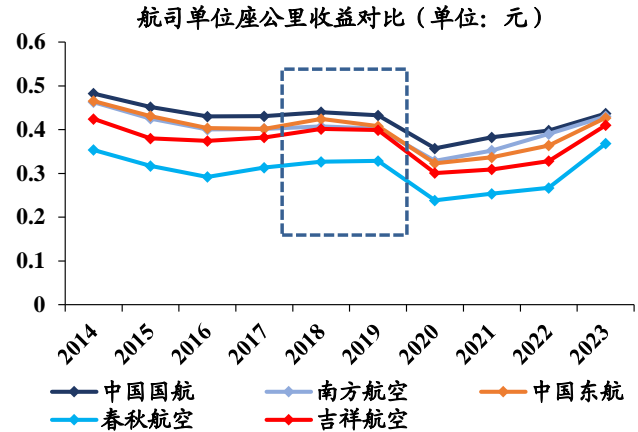
公司单位客公里及座公里收益可比肩三大航。对于航司单位客公里收益水平,2019年,吉祥单位客公里收益达到0.4681元,相较于国航/南航/东航分别-12.34%/-3.70%/-5.87%,与三大航单位收益差距已有显著缩减,高于春秋航空29.40%。单位座公里收益方面,2019年,吉祥航空单位座公里收益0.3990元,相较于国航/南航/东航分别-7.80%/-0.89%/-2.24%,与三大航差距较小,高于春秋航空21.44%。

图41: 2019年前吉祥与三大航单位客公里收益差距逐渐缩小



资料来源: 公司公告, iFind, 信达证券研发中心

图42: 2019年, 吉祥仅低于南航单位座公里收益0.89%



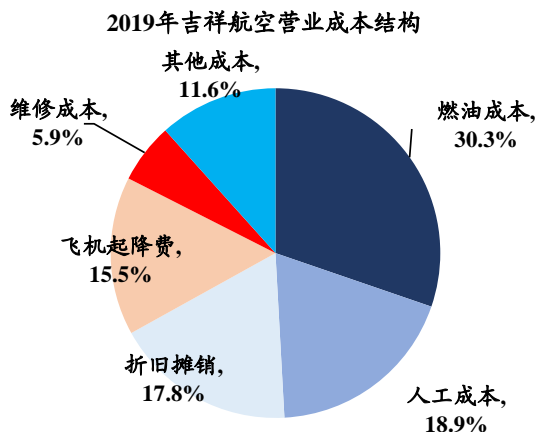
资料来源: 公司公告, iFind, 信达证券研发中心

3.2 成本端: 单位成本紧贴春秋航空, 显著低于三大航

航油成本在营业成本中占比最高, 吉祥航空单位ASK成本显著低于三大航, 贴近春秋航空。航司营业成本中航空燃油成本大概占比30%, 受油价高位影响, 2023年全年航空煤油均价较2019年平均增长37.1%, 航司燃油成本上涨较多。2023年, 吉祥航空燃油成本占比提升到36.8%, 较2019年30.3%的比重提升6.5pct。

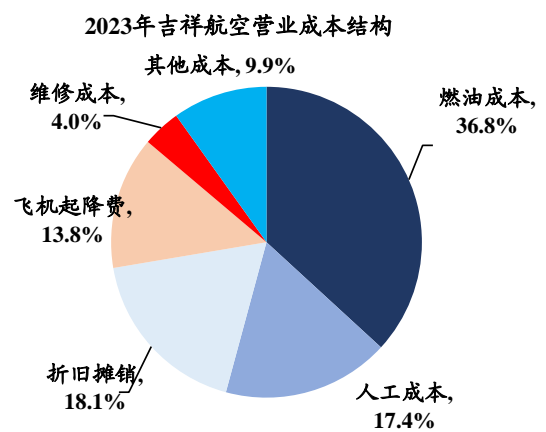
对比各航司单位ASK成本情况, 春秋和吉祥单位ASK成本显著低于三大航。2023年, 吉祥航空单位ASK成本0.3605元, 相较于国航/南航/东航/春秋的单位ASK成本分别-19.6%/-22.7%/-21.5%/+10.3%。与2019年相比, 吉祥单位ASK成本上涨最少, 仅增长2.1%, 低于其余航司。此前2019年, 吉祥航空单位ASK成本相较于国航/南航/东航/春秋的单位ASK成本分别-10.3%/-10.5%/-11.0%/+17.6%, 公司成本优势进一步提升。

图43: 2019年吉祥航空营业成本结构

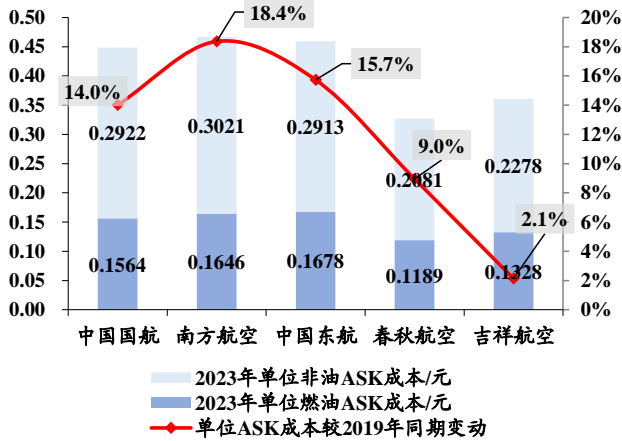


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

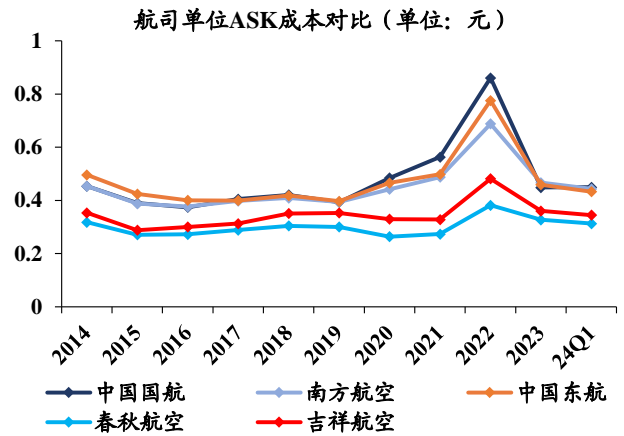
图44: 2023年吉祥航空营业成本结构



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

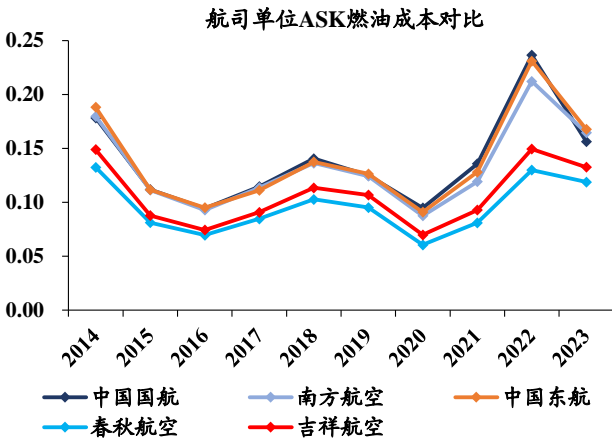
图45：航司单位成本占比结构对比


资料来源：iFind，信达证券研发中心

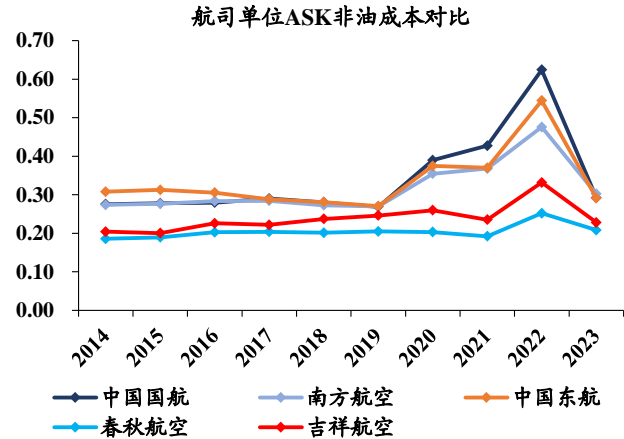
图46：航司单位 ASK 成本对比（单位：元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

拆分单位 ASK 燃油和非油成本情况看，吉祥单位燃油及非油成本贴近春秋，单位非油成本更为接近。单位 ASK 燃油成本方面，2023 年，吉祥航空单位 ASK 燃油成本相较于国航/南航/东航/春秋的单位 ASK 燃油成本分别-15.1%/-19.3%/-20.9%/+11.7%，相应 2019 年对比情况为-14.5%/-14.2%/-15.6%/+12.1%，油价上涨情况下，小航燃油成本控制能力更为突出。单位 ASK 非油成本方面，2023 年，吉祥航空单位 ASK 非油成本相较于国航/南航/东航/春秋的单位 ASK 非油成本分别-22.1%/-24.6%/-21.8%/+9.5%，相应 2019 年对比情况为-8.3%/-8.8%/-8.9%/+20.2%，吉祥航空单位 ASK 非油成本与春秋的差距明显缩小，显著低于三大航水平。

图47：航司单位 ASK 燃油成本对比（单位：元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图48：航司单位 ASK 非油成本对比（单位：元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

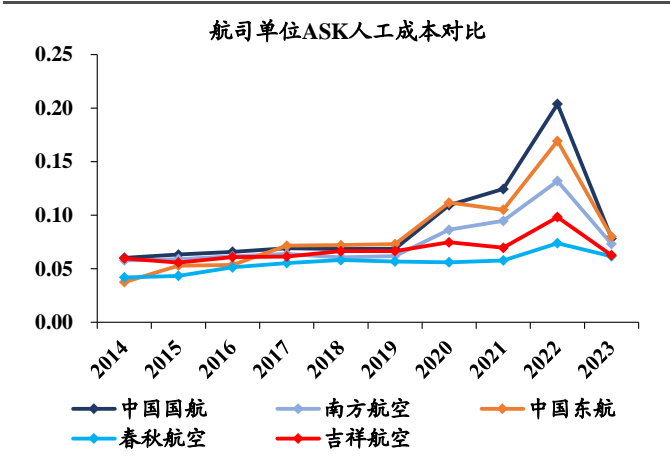
再对比单位非油成本中，单位人工成本、折旧摊销、起降费及维修费情况，除折旧摊销成本，其余成本基本与春秋航空持平。单位 ASK 人工成本方面，2023 年，吉祥航空单位 ASK 人工成本相较于国航/南航/东航/春秋分别-20.0%/-14.3%/-21.6%/+1.7%，相应 2019 年对比情况为-2.9%/+7.7%/-8.8%/+17.3%；对比公司自身 2023 年和 2019 年单位 ASK 人工成本，2023 年吉祥航空单位 ASK 人工成本较 2019 年同期下降 5.9%，单位人工成本改善明显，与春秋航空水平基本持平，大幅低于三大航。

单位 ASK 折旧摊销成本方面，2023 年，吉祥航空单位 ASK 折旧摊销成本相较于国航/南航/东航/春秋分别 -20.4%/-20.4%/-25.7%/+35.7%，相应 2019 年对比情况为 -6.3%/-7.9%/-13.8%/+36.2%。得益于年轻机队和统一机型，公司折旧摊销成本较三大航水平显著偏低，但与春秋航空对比还有较大差距。

单位 ASK 起降费成本方面，2023 年，单位 ASK 飞机起降费成本相较于国航/南航/东航/春秋分别 -4.3%/-3.8%/-16.1%/+3.6%，相应 2019 年对比情况为 -4.0%/+6.9%/-9.9%/-1.1%。各航司单位起降费成本相差不是很大，吉祥航空和春秋航空相对偏低。

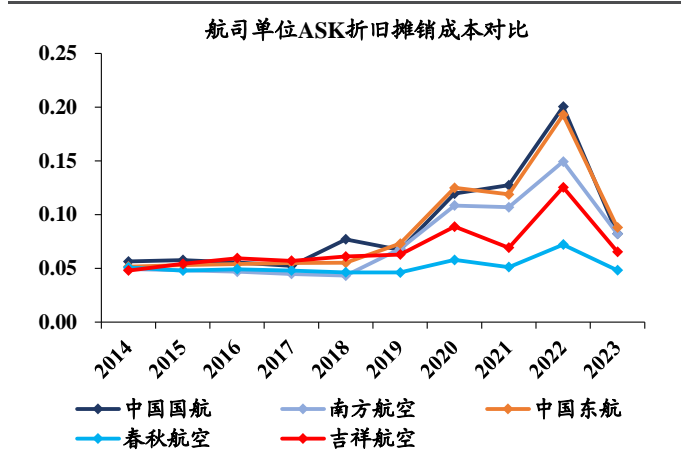
单位 ASK 维修费成本方面，2023 年，单位 ASK 维修维护费成本相较于国航/南航/东航/春秋分别 -57.0%/-58.2%/-23.0%/-38.8%，主要系公司机队平均机龄较小，维修成本具备较显著优势。

图49：航司单位 ASK 人工成本对比（单位：元）



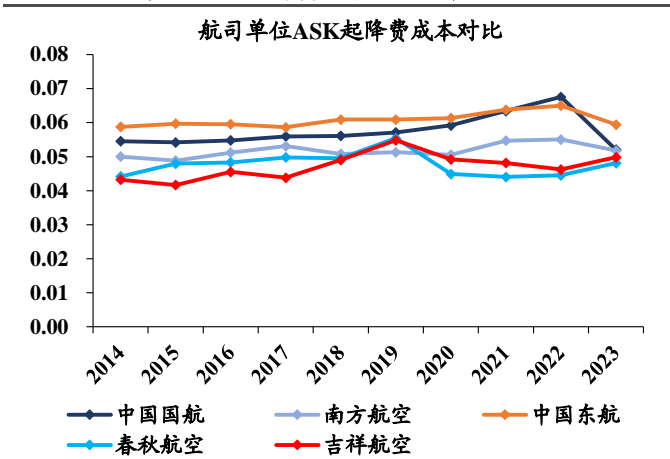
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图50：航司单位 ASK 折旧摊销成本对比（单位：元）



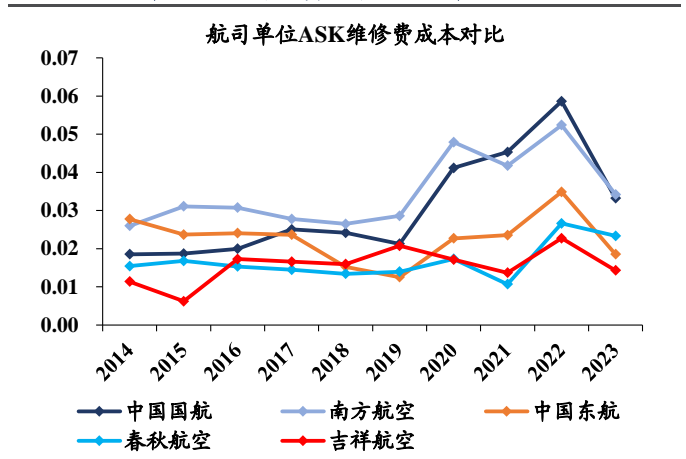
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图51：航司单位 ASK 起降费成本对比（单位：元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图52：航司单位 ASK 维修费成本对比（单位：元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

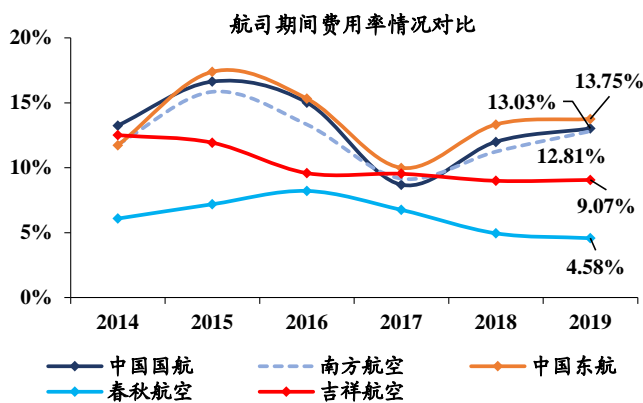
3.3 费用端：单位费用接近春秋航空，财务费用有所上涨

公司期间费用率平稳向下，单位销售费用及管理费用接近春秋航空。2019年前，公司期间费用率基本保持稳中有降，至2019年期间费用率降低至9.07%，相较于春秋航空高出4.49pct，低于三大航水平。

单位费用看，与2019年对比，公司单位管理及销售费用有一定下降，且单位管理费用与春秋航空差距有所缩减。单位ASK管理费用方面，2023年，吉祥航空单位ASK管理费用相较于国航/南航/东航/春秋分别-36.5%/-9.5%/-24.6%/+121.7%，相应2019年对比情况为-28.9%/-6.4%/-21.5%/+164.4%；公司单位管理费用与春秋航空差距缩减明显。单位ASK销售费用方面，2023年，吉祥航空单位ASK销售费用相较于国航/南航/东航/春秋分别-17.9%/-30.1%/-16.7%/+193.1%，相应2019年情况为-28.1%/-28.0%/-29.5%/+177.4%。各航司单位ASK销售费用较2019年同期均有下降，吉祥下降幅度相对较小，但仍低于三大航水平。对比公司自身2023年和2019年单位ASK管理费用和销售费用，2023年吉祥航空单位ASK管理费用、销售费用较2019年同期分别下降1.6%和11.6%。

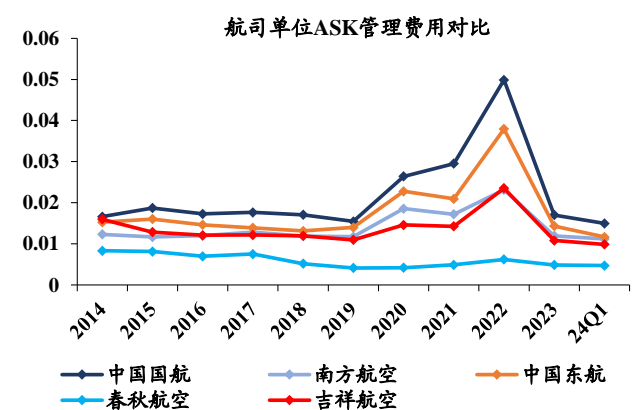
财务费用方面，2019年吉祥、春秋财务费用分别3.40、1.10亿元；2021年受经租进表影响，公司2021年财务费用增至5.40亿元，同比增长44.0%，春秋航空财务费用增至2.87亿元，同比增长260.1%。

图53：2014~2019年，吉祥期间费用率逐渐降低，贴近春秋



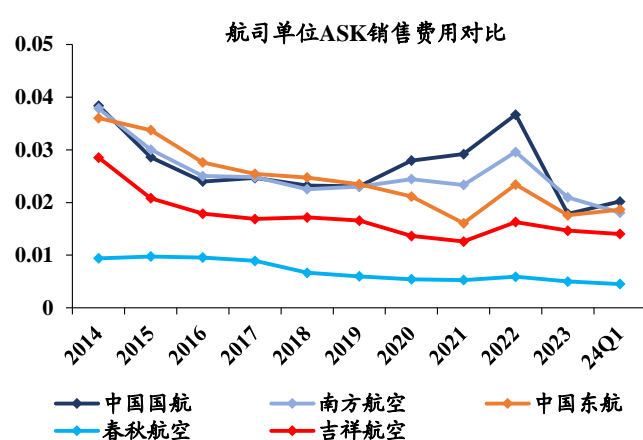
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图54：航司单位ASK管理费用对比（单位：元）



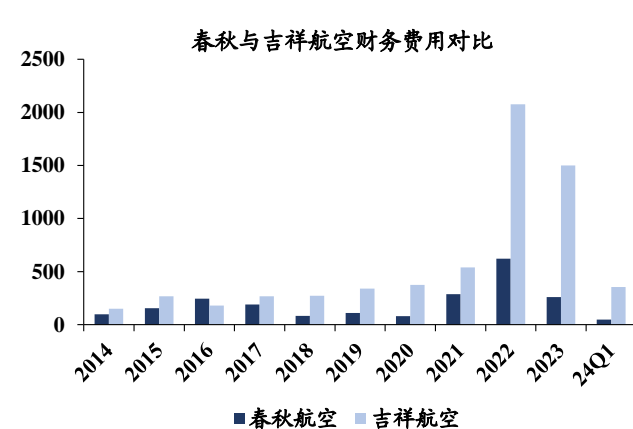
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图55：单位ASK销售费用（单位：元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图56：春秋和吉祥财务费用对比（单位：百万元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

4 盈利预测、估值与投资评级

4.1 盈利预测：预计公司 2024 年归母净利润 16.22 亿元

经营数据预测：2024 年公司国内线运力正常增长，国际线中洲际线运力投入大幅增加。

- 1) 运力方面，我们预计 2024~2026 年公司运力同比增速分别+19.93%/+5.96%/+5.06%。
- 2) 客座率方面，公司 2023 年综合客座率为 82.81%，我们预计 2024~2026 年公司航线客座率分别 84.99%、85.77%、85.99%。
- 3) 预计 2024~2026 年单位客公里收益分别 0.48/0.49/0.49 元。

表6：公司经营数据预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
可用座公里 ASK/百万人次公里	23199	47741	57258	60668	63739
yoy	-35.41%	105.79%	19.93%	5.96%	5.06%
收入客公里 RPK/百万人次公里	15615	39533	48664	52037	54812
yoy	-42.53%	153.17%	23.10%	6.93%	5.33%
客座率 (%)	67.31%	82.81%	84.99%	85.77%	85.99%
客公里收益 (元)	0.49	0.50	0.48	0.49	0.49

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

营收预测：结合上述公司经营数据预测，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别 243/262/276 亿元，同比分别+20.78%/+7.77%/+5.55%。

- 1) 客运收入：预计公司 2024~2026 年客运收入分别 236/253/267 亿元，同比分别+20.42%/+7.45%/+5.43%；
- 2) 货运收入：预计公司 2024~2026 年货运收入分别 5.11/6.37/7.08 亿元，同比分别+65.95%/+24.63%/+11.06%；
- 3) 考虑到其他业务包括与航空运输主业相关的日常支出等，假设收入相对稳定。

表7：公司营收拆分及预测表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8210	20096	24272	26159	27611
YOY	-30.23%	144.76%	20.78%	7.77%	5.55%
1 客运收入	7618	19580	23578	25334	26710
YOY	-31.41%	157.01%	20.42%	7.45%	5.43%
2 货运收入	479	308	511	637	708
YOY	-5.84%	-35.64%	65.95%	24.63%	11.06%
3 其他业务收入	113	208	183	188	193
YOY	-25.54%	83.57%	-11.86%	2.64%	2.66%

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

利润预测:

1) **综合毛利率:** 经测算, 最终预计 2024-2026 年公司综合毛利率分别 16.10%、18.20%、19.09%, 综合毛利率有望持续回升。

2) **归母净利润:** 我们最终预计 2024-2026 年公司归母净利润分别 16.22/22.65/27.16 亿元, 同比分别+115.93%、+39.62%、+19.89%。

表8: 简易盈利预测表

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8210	20096	24272	26159	27611
YOY	-30.23%	144.76%	20.78%	7.77%	5.55%
营业成本	11164	17212	20365	21398	22339
毛利率	-35.98%	14.35%	16.10%	18.20%	19.09%
归母净利润	-4148	751	1622	2265	2716
YOY	-769.11%	118.11%	115.93%	39.62%	19.89%

资料来源: 公司公告, iFind, 信达证券研发中心

4.2 估值及投资评级：首次覆盖给予“增持”评级

根据前文盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利 16.22/22.65/27.16 亿元，同比分别+115.93%、+39.62%、+19.89%，对应每股收益分别为 0.73、1.02、1.23 元，现价对应 PE 分别为 15.87、11.37、9.48 倍。

从历史估值情况看，2015~2019 年中国国航、南方航空、中国东航、吉祥航空、春秋航空平均 PE 值分别为 19.97、23.72、24.62、24.72、28.70 倍；对应公司 2024 年预测 PE 值仅 15.87 倍存在较明显低估。公司作为民营航空巨头，双品牌发展战略铸造经营强优势。行业提振背景下业绩修复加快，公司经营已恢复正常增长，预计未来三年业绩有望保持高增速。

当前公司国内线运力快速提升，客座率持续修复，同时国外加大洲际线运力投入，开辟新航线，国际线快速发展。随着航空需求持续回升，供需关系加速改善，公司业绩有望提升。综合历史估值情况考虑，首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

表9：吉祥航空 2015~2019 年 PE-TTM 均值为 24.72 倍

PE-TTM 均值	中国国航	南方航空	中国东航	吉祥航空	春秋航空
2015	29.38	37.27	35.81	33.92	39.46
2016	13.37	15.23	16.53	27.93	26.72
2017	19.56	17.94	19.16	22.21	29.38
2018	18.87	17.65	19.45	19.51	24.52
2019	18.66	30.49	32.12	20.04	23.42
2015~2019 年均值	19.97	23.72	24.62	24.72	28.70

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表10：可比公司估值（截至 2024.7.15）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PE					每股收益 (元)				PB (LF)
			2023A	TTM	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600029.SH	南方航空	1040	-	-	15.33	9.48	7.61	-0.23	0.37	0.60	0.75	2.77
600115.SH	中国东航	867	-	-	15.91	9.81	8.06	-0.37	0.24	0.40	0.48	4.45
601111.SH	中国国航	1180	-	573.93	15.79	9.55	8.19	-0.07	0.45	0.75	0.88	3.16
601021.SH	春秋航空	524	23.21	19.32	16.13	13.11	11.62	2.31	3.32	4.09	4.61	3.17
	平均值	-	-	-	15.79	10.48	8.87	0.41	1.10	1.46	1.68	3.39
603885.SH	吉祥航空	257	34.27	26.90	15.87	11.37	9.48	0.34	0.73	1.02	1.23	3.16

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：估值情况截至 2024.7.15，均采用 iFind 一致预期

5 风险因素

- 1、出行需求恢复不及预期；**宏观经济下行，收入下滑、人们出行意愿降低等因素，致使出行需求恢复不及预期，预计将直接影响公司基本面情况。
- 2、国际航线需求不及预期；**洲际航线是公司客运发展重要发力点，若国际航线需求表现不及预期，公司国际客运收入增长过慢，预期对整体业绩将产生较大影响。
- 3、油价大幅上涨风险；**航油成本为公司重要营业成本之一，公司整体业绩受油价波动影响较大，若平均航油价格上升过快，预计公司航油成本大幅提升致使营业成本提升，从而影响整体收益水平。
- 4、人民币大幅贬值风险。**公司若干租赁负债、银行贷款及其他贷款主要以美元为单位，以及若干国际收入、费用亦以人民币以外的货币为单位，汇率波动将致使公司产生汇兑损益；若人民币大幅贬值，公司将产生较大汇兑损失，最终影响业绩水平。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	3,351	3,875	6,806	7,152	7,186	
货币资金	1,189	1,369	3,923	4,047	3,888	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	471	496	590	643	686	
预付账款	117	566	631	663	693	
存货	209	249	283	303	323	
其他	1,367	1,195	1,379	1,496	1,597	
非流动资产	41,796	40,987	40,440	42,320	45,362	
长期股权投资	2	1	1	1	2	
固定资产(合计)	12,225	13,310	13,848	14,427	15,036	
无形资产	721	162	207	157	227	
其他	28,848	27,514	26,384	27,734	30,097	
资产总计	45,147	44,861	47,246	49,472	52,548	
流动负债	17,860	16,884	16,935	17,485	18,124	
短期借款	10,843	9,468	8,968	9,768	10,768	
应付票据	89	115	139	149	161	
应付账款	1,021	1,220	1,443	1,486	1,551	
其他	5,907	6,081	6,386	6,083	5,643	
非流动负债	17,718	19,587	19,049	18,449	18,149	
长期借款	3,625	4,088	4,388	4,488	4,588	
其他	14,093	15,499	14,662	13,962	13,562	
负债合计	35,577	36,471	35,985	35,934	36,273	
少数股东权益	28	-12	-9	2	24	
归属母公司股东权益	9,542	8,403	11,270	13,535	16,251	
负债和股东权益	45,147	44,861	47,246	49,472	52,548	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	8,210	20,096	24,272	26,159	27,611	
同比(%)	-30.2%	144.8%	20.8%	7.8%	5.6%	
归属母公司净利润	-4,148	751	1,622	2,265	2,716	
同比(%)	-769.1%	118.1%	115.9%	39.6%	19.9%	
毛利率(%)	-36.0%	14.3%	16.1%	18.2%	19.1%	
ROE%	-43.5%	8.9%	14.4%	16.7%	16.7%	
EPS(摊薄)(元)	-1.87	0.34	0.73	1.02	1.23	
P/E	—	34.27	15.87	11.37	9.48	
P/B	2.70	3.06	2.28	1.90	1.58	
EV/EBITDA	-109.96	9.96	7.20	5.85	5.19	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	8,210	20,096	24,272	26,159	27,611	
营业成本	11,164	17,212	20,365	21,398	22,339	
营业税金及附加	11	21	27	26	33	
销售费用	378	699	837	910	972	
管理费用	546	516	595	654	704	
研发费用	68	78	73	86	97	
财务费用	2,076	1,501	1,356	1,281	1,275	
减值损失合计	-110	0	0	-50	50	
投资净收益	-16	-3	0	-5	-3	
其他	662	901	1,062	1,204	1,359	
营业利润	-5,495	965	2,082	2,953	3,597	
营业外收支	10	3	2	4	5	
利润总额	-5,485	968	2,084	2,956	3,602	
所得税	-1,316	210	458	680	864	
净利润	-4,169	759	1,626	2,276	2,737	
少数股东损益	-22	8	3	11	22	
归属母公司净利润	-4,148	751	1,622	2,265	2,716	
EBITDA	-585	5,601	7,121	8,670	9,815	
EPS(当年)(元)	-2.03	0.34	0.73	1.02	1.23	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	208	6,408	6,946	7,879	8,687	
净利润	-4,169	759	1,626	2,276	2,737	
折旧摊销	2,744	3,132	3,682	4,433	4,938	
财务费用	2,025	1,557	1,263	1,229	1,226	
投资损失	16	16	3	0	5	
营运资金变动	842	740	320	31	49	
其它	-1,250	217	56	-96	-266	
投资活动现金流	-1,734	-83	-3,183	-6,225	-7,720	
资本支出	-1,687	91	-3,735	-6,138	-7,515	
长期投资	-46	-187	507	-112	-223	
其他	0	13	45	25	17	
筹资活动现金流	1,588	-6,107	-1,207	-1,529	-1,126	
吸收投资	3,284	0	-165	0	0	
借款	1,463	-912	-200	900	1,100	
支付利息或股息	-538	-626	-1,415	-1,229	-1,226	
现金流净增加额	84	198	2,553	124	-159	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。