

吉祥航空 (603885.SH)

三季度净利同比下滑，静待供需格局改善

优于大市

核心观点

吉祥航空 2024 年三季度业绩同比下滑。2024 年前三季度公司营业收入 174.92 亿元，同比增长 10.15%，实现归母净利润 12.71 亿元，同比增长 10.12%，其中单三季度公司营业收入 65.36 亿元，同比下降 0.2%，实现归母净利润 7.82 亿元，同比下降 27.21%。

国内需求修复，客座率同比提升明显，但收益水平同比下滑显著。2024 年三季度，公司旅客运输量、旅客周转量 (RPK)、可用座公里 (ASK) 分别同比增长 4.73%、12.69% 以及 13.42%，且分别恢复至 2019 年同期的 128.15%、138.46% 以及 140.45%；客座率恢复至 85.74%，同比下降了 0.55 pct，相较 2019 年下降了 1.23 pct。其中，国内航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 134.22% 和 133.92%，国内客座率恢复至 88.87%，相较 2019 年提升了 0.2 pct；国际航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 158.48% 和 168.8%。2024 年行业供给仍然过剩，导致公司收益水平表现承压，单位 RPK 营业收入为 0.51 元，同比下降 11.44%，相较 2019 年下降 4.48%。

得益于经营效率提升以及油价下跌，公司单位成本同比下降。因供需持续修复，三季度公司营业成本实现 51.84 亿元，同比增长 9.23%。得益于经营效率提升以及航油价格下降 (航空煤油出厂价均价同比下降 3.6%)，单位 ASK 营业成本为 0.35 元，同比下降 3.7%，相较 2019 年下降 1.7%，由于单位 RPK 营业收入同比下降幅度较大，从而导致公司毛利率同比减少 6.85 pct 至 20.69%。

风险提示：宏观经济下行，油价汇率剧烈波动，安全事故。

投资建议：维持“优于大市”评级。

考虑到 2024 年宏观经济承压、消费疲软以及国际航线恢复较慢，我们下调了客公里收益的预测，因此导致公司盈利预测下调，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 11.61 亿元、21.14 亿元、25.79 亿元 (2024-2026 年调整幅度分别为 -48%/-25%/-20%)，随着一揽子经济政策陆续出炉，建议关注国内航空出行需求的边际变化，中长期看好民航复苏趋势，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,210	20,096	22,570	25,652	28,579
(+/-%)	-30.2%	144.8%	12.3%	13.7%	11.4%
归母净利润 (百万元)	-4148	751	1161	2114	2579
(+/-%)	733.6%	-118.1%	54.6%	82.0%	22.0%
每股收益 (元)	-1.87	0.34	0.52	0.95	1.16
EBIT Margin	-48.2%	7.8%	6.7%	10.4%	11.1%
净资产收益率 (ROE)	-43.5%	8.9%	12.6%	19.8%	20.6%
市盈率 (PE)	-6.8	37.6	24.3	13.4	10.9
EV/EBITDA	-20.5	25.2	21.4	14.4	12.3
市净率 (PB)	2.96	3.36	3.06	2.64	2.26

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: 罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师: 高晟

021-60375436

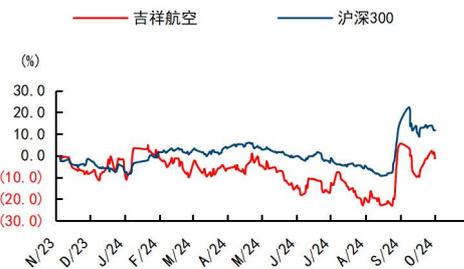
gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	12.75 元
总市值/流通市值	28037/28037 百万元
52 周最高价/最低价	14.90/9.92 元
近 3 个月日均成交额	228.46 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) -23 年业绩扭亏为盈，盈利增长可期》——2024-04-10

《吉祥航空 (603885.SH) -上半年经营迅速恢复，二季度扣汇利润进一步增长》——2023-08-22

《吉祥航空 (603885.SH) -一季度迅速恢复盈利，看好民营航司成长潜力》——2023-04-29

《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》——2023-04-18

吉祥航空 2024 年三季度业绩同比下滑。2024 年前三季度公司营业收入 174.92 亿元，同比增长 10.15%，实现归母净利润 12.71 亿元，同比增长 10.12%，其中单三季度公司营业收入 65.36 亿元，同比下降 0.2%，实现归母净利润 7.82 亿元，同比下降 27.21%。

图1: 吉祥航空季度营业收入及同比增速 (百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 吉祥航空季度归母净利润 (百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

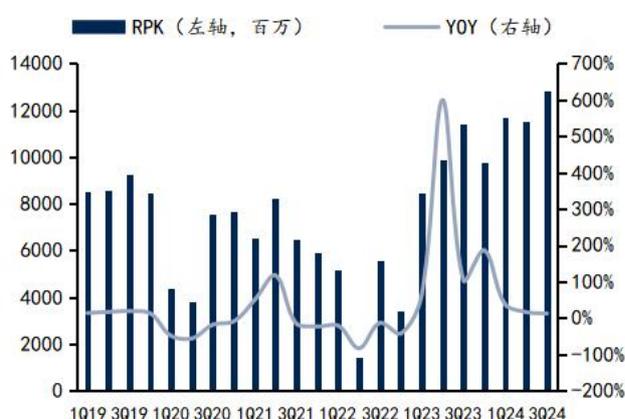
国内需求修复, 客座率同比提升明显, 但收益水平承压显著。2024 年三季度, 公司旅客运输量、旅客周转量 (RPK)、可用座公里 (ASK) 分别同比增长 4.73%、12.69% 以及 13.42%, 且分别恢复至 2019 年同期的 128.15%、138.46% 以及 140.45%; 客座率恢复至 85.74%, 同比下降了 0.55 pct, 相较 2019 年下降了 1.23 pct。其中, 国内航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 134.22% 和 133.92%, 国内客座率恢复至 88.87%, 相较 2019 年提升了 0.2 pct; 国际航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 158.48% 和 168.8%。2024 年行业供给仍然过剩, 导致公司收益水平表现承压, 单位 RPK 营业收入为 0.51 元, 同比下降 11.44%, 相较 2019 年下降 4.48%。

图3: 吉祥航空客运投运情况



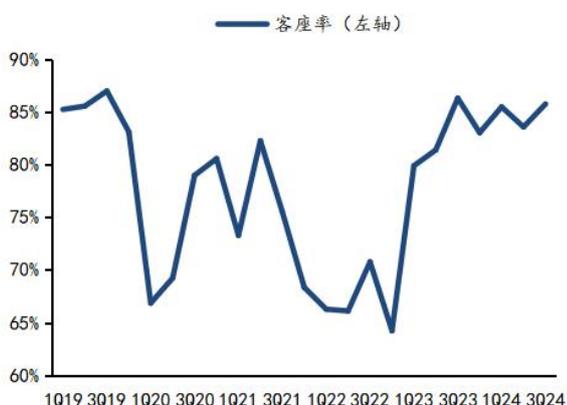
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 吉祥航空客运周转量情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 吉祥航空客座率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

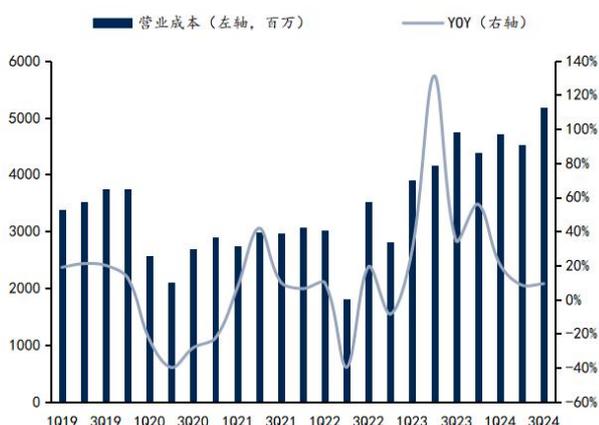
图6: 吉祥航空季度单位 RPK 营业收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

得益于经营效率提升以及油价下跌, 公司单位成本同比下降。因供需持续修复, 三季度公司营业成本实现 51.84 亿元, 同比增长 9.23%。得益于经营效率提升以及航油价格下降(航空煤油出厂价均价同比下降 3.6%), 单位 ASK 营业成本为 0.35 元, 同比下降 3.7%, 相较于 2019 年下降 1.7%, 由于单位 RPK 营业收入同比下降幅度较大, 从而导致公司毛利率同比减少 6.85 pct 至 20.69%。

图7: 吉祥航空季度营业成本 (百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 吉祥航空季度单位 ASK 营业成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测核心假设及结果

客运收入预测相关:

1) 可用座公里 (ASK): 今年航空供给仍然处于修复阶段, 我们预测 2024-2026 年吉祥航空 ASK 的同比增速分别为 18.64%、8.40%、6.39% (上次预测为 14.37%、9.82%、8.47%);

2) 收入客公里 (RPK)：今年航空需求仍然处于修复阶段，我们预测 2024-2026 年吉祥航空 RPK 的同比增速分别为 21.74%、10.65%、7.45% (上次预测为 16.42%、10.23%、9.09%)；

3) 客公里收益：考虑到 2024 年宏观经济承压、消费较疲软，民航价格竞争较为激烈，我们预测 2024-2026 年吉祥航空客公里收益的同比变化分别为-9.9%、+2.7%、+3.6% (上次预测为+1.1%、+0.3%、+1.4%)。

成本预测相关：

4) 单位航油成本：考虑到经营效率提升以及油价波动，我们预测 2024-2026 年吉祥航空单位航油成本为 0.120 元、0.118 元、0.115 元 (上次预测为 0.120 元、0.118 元、0.115 元)；

5) 单位非航油成本：考虑到经营效率提升，我们预测 2024-2026 年吉祥航空单位非航油成本为 0.227 元、0.231 元、0.235 元 (上次预测为 0.227 元、0.231 元、0.235 元)。

费用及其他预测相关：

6) 期间费用率 (管理费用、销售费用、研发费用以及财务费用)：考虑到公司经营已经基本修复至正常水平以及汇率波动趋稳，我们预测 2024-2026 年吉祥航空期间费用率分别为 10.49%、9.78%、9.07% (上次预测为 10.26%、9.57%、8.85%)。

综上，我们预测 2024-2026 年公司归母净利润分别为 11.6 亿元、21.1 亿元、25.8 亿元 (2024-2026 年调整幅度分别为-48%/-25%/-20%)。

表1：吉祥航空盈利预测结果

指标 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入					
航空客运	7618	19580	21811	24788	27602
YOY	-31.4%	157.0%	11.4%	13.7%	11.4%
航空货运及邮运	479	308	531	623	732
YOY	-5.8%	-35.6%	72.4%	17.4%	17.4%
其他业务收入	113	208	228	240	246
YOY	-25.5%	83.6%	10.0%	5.0%	2.5%
合计	8210	20096	22570	25652	28579
YOY	-30.2%	144.8%	12.3%	13.7%	11.4%
核心经营数据					
可用座公里 (百万)	23,199	47,741	56,640	61,400	65,322
YOY	-35.41%	105.79%	18.64%	8.40%	6.39%
收入客公里 (百万)	15,615	39,533	48,128	53,251	57,217
YOY	-42.53%	153.17%	21.74%	10.65%	7.45%
客座率	67.31%	82.81%	84.97%	86.73%	87.59%
YOY	-8.34pct	+15.50pct	+2.16pct	+1.76pct	+0.86pct
客公里收益 (元)	0.5186	0.5031	0.4532	0.4655	0.4824
YOY	21.3%	-3.0%	-9.9%	2.7%	3.6%
营业成本					
航油成本	3469	6338	6784	7208	7739
职工薪酬费用	2279	2993	3459	3997	4662
折旧费用	2909	3121	3787	4093	4509
其他	2507	4760	5562	6011	6622
合计	11164	17212	19592	21309	23533
期间费用					

管理费用	546	516	580	655	729
销售费用	378	699	804	908	1011
财务费用	2076	1501	933	870	766
研发费用	68	78	92	104	116
			盈利结果		
投资收益	-16	-3	3	3	3
税前利润	-5485	968	1485	2703	3296
所得税	-1316	210	312	568	692
少数股东权益	-22	8	12	21	26
归母净利润	-4148	751	1161	2114	2579

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

估值比较

现阶段，航空公司的下游需求以及经营效率仍处于修复阶段，叠加未来几年我国民航客运供给增速又明显放缓，我们预计 2025-2026 年我国民航客运供需将逐步达到平衡，届时航空公司业绩也将恢复至正常水平，且确定性较高，因此目前可以对比航空公司 2026 年的远期 PE 估值。以 2026 年净利润为基数，吉祥航空与可比公司（中国国航、中国东航、南方航空、春秋航空）的 PE 水平基本位于同一区间（10~15 倍 PE）。

表2：吉祥航空估值比较（数据截至 10 月 31 日收盘）

代码	简称	净利润预测（亿元）			PE 估值		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601111.SH	中国国航	5.45	52.61	83.89	223.3	23.1	14.5
600029.SH	南方航空	4.1	46.4	81.1	271.9	24.0	13.7
600115.SH	中国东航	1.58	45.77	76.85	542.0	18.7	11.1
601021.SH	春秋航空	29.31	36.39	43.56	18.3	14.8	12.3
603885.SH	吉祥航空	11.61	21.14	25.79	24.1	13.3	10.9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

投资建议：维持“优于大市”评级

考虑到 2024 年宏观经济承压、消费疲软以及国际航线恢复较慢，我们下调了客公里收益的预测，因此导致公司盈利预测下调，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 11.61 亿元、21.14 亿元、25.79 亿元（2024-2026 年调整幅度分别为-48%/-25%/-20%），随着一揽子经济政策陆续出炉，建议关注国内航空出行需求的边际变化，中长期看好民航复苏趋势，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下行，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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1189	1369	1642	2053	2285	营业收入	8210	20096	22570	25652	28579
应收款项	1438	1233	1237	1406	1566	营业成本	11164	17212	19592	21309	23533
存货净额	209	249	248	268	297	营业税金及附加	11	21	23	26	29
其他流动资产	407	915	1016	1154	1286	销售费用	378	699	790	898	1000
流动资产合计	3351	3875	4251	4990	5543	管理费用	546	516	571	648	721
固定资产	18287	17609	17916	17686	17323	研发费用	68	78	90	103	114
无形资产及其他	721	162	157	151	146	财务费用	2076	1501	937	884	789
投资性房地产	22786	23215	23215	23215	23215	投资收益	(16)	(3)	3	3	3
长期股权投资	2	1	(4)	(10)	(15)	资产减值及公允价值变动	(108)	(11)	15	15	0
资产总计	45147	44861	45534	46031	46211	其他收入	593	833	810	797	786
短期借款及交易性金融负债	15023	13622	13112	11855	9833	营业利润	(5495)	965	1485	2703	3296
应付款项	1110	1335	1336	1445	1601	营业外净收支	10	3	0	0	0
其他流动负债	1726	1927	2339	2539	2814	利润总额	(5485)	968	1485	2703	3296
流动负债合计	17860	16884	16786	15840	14247	所得税费用	(1316)	210	312	568	692
长期借款及应付债券	3625	4088	4088	4088	4088	少数股东损益	(22)	8	12	21	26
其他长期负债	14093	15499	15448	15397	15346	归属于母公司净利润	(4148)	751	1161	2114	2579
长期负债合计	17718	19587	19536	19485	19434	现金流量表 (百万元)					
负债合计	35577	36471	36322	35325	33682	净利润	(4148)	751	1161	2114	2579
少数股东权益	28	(12)	(4)	11	29	资产减值准备	110	(110)	0	0	0
股东权益	9542	8403	9216	10696	12501	折旧摊销	839	1002	1514	1752	1869
负债和股东权益总计	45147	44861	45534	46031	46211	公允价值变动损失	108	11	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	2076	1501	937	884	789
每股收益	(1.87)	0.34	0.52	0.95	1.16	营运资本变动	376	951	259	(69)	58
每股红利	0.24	0.28	0.16	0.29	0.35	其它	(134)	111	8	15	18
每股净资产	4.31	3.80	4.16	4.83	5.65	经营活动现金流	(2849)	2716	2927	3797	4524
ROIC	-16.58%	0.24%	2%	5%	7%	资本开支	0	(187)	(1801)	(1501)	(1501)
ROE	-43.47%	8.94%	13%	20%	21%	其它投资现金流	(5)	0	0	0	0
毛利率	-36%	14%	13%	17%	18%	投资活动现金流	6	(186)	(1795)	(1495)	(1495)
EBIT Margin	-48%	8%	7%	10%	11%	权益性融资	22	0	0	0	0
EBITDA Margin	-38%	13%	13%	17%	18%	负债净变化	(888)	463	0	0	0
收入增长	-30%	145%	12%	14%	11%	支付股利、利息	(538)	(626)	(348)	(634)	(774)
净利润增长率	734%	-118%	55%	82%	22%	其它融资现金流	5717	(2023)	(510)	(1256)	(2023)
资产负债率	79%	81%	80%	77%	73%	融资活动现金流	2886	(2350)	(859)	(1891)	(2796)
股息率	1.9%	2.2%	1.2%	2.2%	2.7%	现金净变动	43	181	273	411	232
P/E	(6.8)	37.6	24.3	13.4	10.9	货币资金的期初余额	1146	1189	1369	1642	2053
P/B	3.0	3.4	3.1	2.6	2.3	货币资金的期末余额	1189	1369	1642	2053	2285
EV/EBITDA	(20.5)	25.2	21.4	14.4	12.3	企业自由现金流	0	2995	1159	2290	2940
						权益自由现金流	0	1435	(91)	336	294

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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