吉祥航空（603885.SH）

增持（维持）

Q3 业绩承压，行业供需有望企稳、未来盈利弹性可期

公司公告 2024Q3 业绩：Q3 收入同比-0.2%至 65.4 亿元，归母净利同比-27.2%至 7.8 亿元。

- **Q3 业绩同比下滑。**前三季度，公司收入同比+10.1%至 174.9 亿元，归母净利同比+10.1%至 12.7 亿元；其中 Q3 公司收入同比-0.2%至 65.4 亿元，归母净利同比-27.2%至 7.8 亿元，扣非归母净利同比-33.1%至 7.1 亿元。
- **利润率及费用率：**Q3 公司毛利率 20.7%，同比下降 6.9 个百分点；销售+管理+研发费用率 5.3%，同比下降 0.1 个百分点；Q3 录得约 0.85 亿元营业外收入（23Q3 约为 0.01 亿元）；归母净利率 12.0%，同比下降 4.4 个百分点。
- **经营数据：**公司 2024Q3：1）ASK/RPK 分别同比+13.4%/12.7%，客座率同比下降 0.6 个百分点至 85.7%；2）国内 ASK/RPK 分别同比-1.9%/-0.5%，客座率同比提升 1.2 个百分点至 88.9%；3）国际 ASK/RPK 分别同比+124.0%/121.6%，相比 2019 年同期+69%/58%，客座率同比下降 0.8 个百分点至 75.7%。
- **收益水平下滑影响业绩表现，单位成本同比下降。**收益端，估算 Q3 公司客公里收益水平同比-13%，我们认为客公里收益同比下滑因为：1）随着国际航班修复，国际线票价逐步回落至正常水平；2）国内线票价去年同期高基数，今年国内票价回落明显。展望 Q4，考虑到去年同期基数较低，国内票价同比跌幅有望收窄。成本端，Q3 公司单位 ASK 成本同比-4%，或受益于运营效率同比提升，以及公司成本管控效果体现。
- **关注行业景气转暖时公司弹性显现。**考虑到今年票价回落，预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 12/17/24 亿元。公司立足上海、广州优质市场，实行差异化竞争策略，积极布局国际航线，且成本管控优秀。展望未来，伴随着行业供需格局逐步改善，公司业绩有望重回较快增长，弹性有望显现。维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示：宏观经济超预期下滑；行业供需格局不及预期；油价大幅上涨、人民币贬值。**

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8210	20096	22253	23394	24688
同比增长	-30%	145%	11%	5%	6%
营业利润(百万元)	(5495)	965	1485	2190	3168
同比增长	593%	-118%	54%	47%	45%
归母净利润(百万元)	(4148)	751	1188	1663	2403
同比增长	734%	-118%	58%	40%	44%
每股收益(元)	-1.89	0.34	0.54	0.76	1.09
PE	-6.7	37.2	23.5	16.8	11.6
PB	2.9	3.3	3.0	2.6	2.2

资料来源：公司数据、招商证券

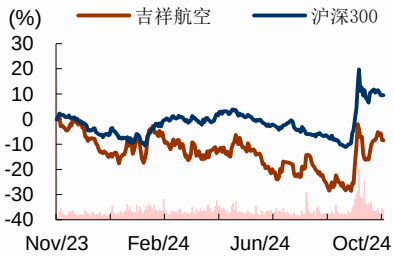
周期/交通运输
目标估值：NA
当前股价：12.72 元

基础数据

总股本（百万股）	2199
已上市流通股(百万股)	2199
总市值（十亿元）	28.0
流通市值（十亿元）	28.0
每股净资产（MRQ）	4.2
ROE（TTM）	9.6
资产负债率	80.1%
主要股东	上海均瑶(集团)有限公司
主要股东持股比例	46.11%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	6	-9
相对表现	6	-2	-18



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《吉祥航空（603885）—24Q2 同比扭亏为盈，较 19Q2 仍有差距》2024-08-15
2、《吉祥航空（603885）—经营数据快速恢复，业绩扭亏为盈》2024-04-09
3、《吉祥航空（603885）—受益国内市场修复，Q3 归母净利润 10.7 亿元》2023-10-31

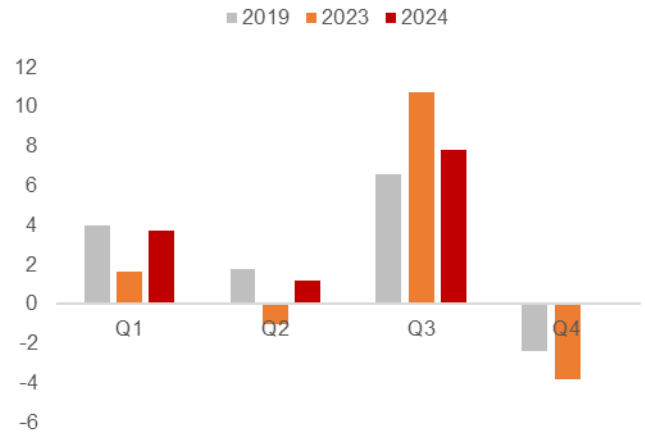
王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn
孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn
肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn
魏芸 S1090522010002
weiyun@cmschina.com.cn
刘若琮 研究助理
liuruocong@cmschina.com.cn

1、Q3 业绩同比下滑

前三季度，公司收入同比+10.1%至 174.9 亿元，归母净利同比+10.1%至 12.7 亿元；其中 Q3 公司收入同比-0.2%至 65.4 亿元，归母净利同比-27.2%至 7.8 亿元，扣非归母净利同比-33.1%至 7.1 亿元。

利润率及费用率：Q3 公司毛利率 20.7%，同比下降 6.9 个百分点；销售+管理+研发费用率 5.3%，同比下降 0.1 个百分点；Q3 录得约 0.85 亿元营业外收入（23Q3 约为 0.01 亿元）；归母净利率 12.0%，同比下降 4.4 个百分点。

图 1：公司季度归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司财报、招商证券

2、收益水平下滑影响业绩表现，单位成本同比下降

收益端，估算 Q3 公司客公里收益水平同比-13%，我们认为客公里收益同比下滑因为：1）随着国际航班修复，国际线票价逐步回落至正常水平；2）国内线票价去年同期高基数，今年国内票价回落明显。展望 Q4，考虑到去年同期基数较低，国内票价同比跌幅有望收窄。

成本端，Q3 公司单位 ASK 成本同比-4%，或受益于运营效率同比提升，以及公司成本管控效果体现。

3、投资建议

考虑到今年票价回落，预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 12/17/24 亿元。公司立足上海、广州优质市场，实行差异化竞争策略，积极布局国际航线，且成本管控优秀。展望未来，伴随着行业供需格局逐步改善，公司业绩有望重回较快增长，弹性有望显现。维持公司“增持”投资评级。

表 1：主要经营数据假设

	2023	2024E	2025E	2026E
可用座位公里（百万）	47741	55620	58401	61321
客座利用率	82.8%	84.4%	85.0%	85.0%
客公里收益（元）	0.50	0.46	0.45	0.46

资料来源：公司财报、招商证券预测

4、风险提示

宏观经济超预期下滑；行业供需格局不及预期；油价大幅上涨、人民币贬值。

参考报告：

1、《吉祥航空（603885）—24Q2 同比扭亏为盈，较 19Q2 仍有差距》2024-08-15

2、《吉祥航空（603885）—经营数据快速恢复，业绩扭亏为盈》2024-04-09

3、《吉祥航空（603885）—受益国内市场修复，Q3 归母净利润 10.7 亿元》2023-10-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3351	3875	4557	5030	5239
现金	1189	1369	1832	2199	2295
交易性投资	109	101	101	101	101
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	471	496	528	555	585
其它应收款	968	737	816	858	905
存货	209	249	264	269	273
其他	407	923	1016	1048	1079
非流动资产	41796	40987	41797	40808	41641
长期股权投资	2	1	1	1	1
固定资产	12225	13310	14351	13549	14532
无形资产商誉	721	162	146	131	118
其他	28848	27514	27299	27127	26989
资产总计	**45147**	**44861**	**46354**	**45838**	**46880**
流动负债	17860	16884	17540	15518	14656
短期借款	10843	9468	10061	7991	7096
应付账款	1110	1335	1463	1492	1511
预收账款	486	883	968	986	999
其他	5421	5198	5048	5049	5050
长期负债	17718	19587	19587	19587	19587
长期借款	3625	4088	4088	4088	4088
其他	14093	15499	15499	15499	15499
负债合计	**35577**	**36471**	**37127**	**35105**	**34243**
股本	2214	2214	2214	2214	2214
资本公积金	8039	7968	7968	7968	7968
留存收益	(711)	(1779)	(942)	564	2468
少数股东权益	28	(12)	(12)	(13)	(13)
归属于母公司所有者权益	9542	8403	9239	10745	12650
负债及权益合计	**45147**	**44861**	**46354**	**45838**	**46880**

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	208	6408	2959	5181	4056
净利润	(4169)	759	1188	1663	2403
折旧摊销	970	1126	1258	3060	1236
财务费用	2025	1557	1310	1300	1263
投资收益	16	3	(797)	(784)	(768)
营运资金变动	2694	2755	(4)	(60)	(81)
其它	(1327)	208	3	0	3
投资活动现金流	(1734)	(83)	(1273)	(1287)	(1302)
资本支出	(1697)	(500)	(2070)	(2070)	(2070)
其他投资	(37)	417	797	784	768
筹资活动现金流	1588	(6107)	(1223)	(3528)	(2658)
借款变动	820	(5941)	439	(2070)	(895)
普通股增加	248	0	0	0	0
资本公积增加	2983	(71)	0	0	0
股利分配	0	0	(352)	(157)	(499)
其他	(2463)	(95)	(1310)	(1300)	(1263)
现金净增加额	62	217	463	366	96

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8210	20096	22253	23394	24688
营业成本	11164	17212	18863	19227	19483
营业税金及附加	11	21	18	19	20
营业费用	378	699	753	792	835
管理费用	546	516	565	594	627
研发费用	68	78	53	56	59
财务费用	2076	1501	1310	1300	1263
资产减值损失	(76)	8	(4)	0	0
公允价值变动收益	2	(11)	(2)	0	0
其他收益	627	904	799	784	768
投资收益	(16)	(3)	0	0	0
营业利润	(5495)	965	1485	2190	3168
营业外收入	17	6	91	15	15
营业外支出	7	3	4	5	5
利润总额	(5485)	968	1572	2200	3178
所得税	(1316)	210	383	537	775
少数股东损益	(22)	8	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	(4148)	751	1188	1663	2403

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-30%	145%	11%	5%	6%
营业利润	593%	-118%	54%	47%	45%
归母净利润	734%	-118%	58%	40%	44%
获利能力					
毛利率	-36.0%	14.3%	15.2%	17.8%	21.1%
净利率	-50.5%	3.7%	5.3%	7.1%	9.7%
ROE	-42.3%	8.4%	13.5%	16.6%	20.5%
ROIC	-9.4%	7.1%	7.9%	9.7%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	78.8%	81.3%	80.1%	76.6%	73.0%
净负债比率	41.3%	39.5%	39.2%	35.1%	32.4%
流动比率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	53.7	75.2	73.5	72.1	71.9
应收账款周转率	15.6	41.6	43.5	43.2	43.3
应付账款周转率	10.0	14.1	13.5	13.0	13.0
每股资料(元)					
EPS	-1.89	0.34	0.54	0.76	1.09
每股经营净现金	0.09	2.91	1.35	2.36	1.84
每股净资产	4.34	3.82	4.20	4.89	5.75
每股股利	0.00	0.07	0.16	0.23	0.33
估值比率					
PE	-6.7	37.2	23.5	16.8	11.6
PB	2.9	3.3	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	-22.3	16.9	14.4	8.9	10.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。