



公司研究 | 深度报告 | 吉祥航空 (603885.SH)

# 乘势而起——再论吉祥航空的投资价值

## 报告要点

商业模式的差异以及企业家风格的不同，使得吉祥航空的盈利曲线是跳跃式的，而非稳健线性的增长，盈利加速度的过程更具魅力，估值溢价显著，也给公司带来迥异的投资节奏：行业亟待反转、自身产能后周期的过程中买入，更有望享受公司盈利加速上行的红利，收获业绩以及估值双重弹性释放的魅力。对于吉祥航空，当下或许正是最好的时刻。预计 2024-2026 年公司归属净利润分别为 10.3 亿元、22.0 亿元以及 29 亿元，对应 PE 估值分别为 32、15 以及 11 倍，给予公司“买入”评级。

## 分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



赵超

SAC: S0490520020001



张银晗

SAC: S0490520080027

## 乘势而起——再论吉祥航空的投资价值

### 引言：从吉祥航空的估值折价之谜说起

**吉祥航空 VS 春秋航空：相似的外表，不同的内核。**监管手段塑造的非稳态垄断格局，造就中国航空业盈利能力与规模“倒挂”的现象：规模远远小于三大航的春秋航空与吉祥航空反而具备更强的盈利能力。然而，进一步剖析之下，我们会饶有兴致的发现，尽管吉祥航空与春秋航空均扎根上海为主基地，且机队规模与运力增速均相近、历史保持高增长，但盈利稳态条件下，**2017-2019 年以来，吉祥航空相较春秋航空一直存在较大的估值折价，2019 年底吉祥航空的单机市值约为春秋航空的 71%，2017-2019 年底春秋航空相较吉祥航空的平均 PE 估值溢价约为 30%（2024 年 10 月底，吉祥航空的单机市值约为春秋的 53%）。**追本溯源，我们认为 2017-2019 年周期中，吉祥航空略逊一筹的盈利能力以及盈利稳定性，是两者估值差异背后的本质。

### 最坏的过去：时运不济，资本开支加剧波动

**盈利差异性自于哪里？——商业模式迥异。**与其他航司不同，吉祥航空采用双模式运营的战略，除九元航空采用低成本模式外，公司本部定位侧重全服务市场，主要定位于中高端商务、旅行及休闲客户，赚中高收入人群的钱。双模式与低成本模式的差异，使得吉祥航空与春秋航空在盈利特征上差异显著，**吉祥航空的盈利模式可以概括为“高毛利+低补贴+高费用”，本质上来看吉祥航空赚“资源”的钱，春秋航空赚“成本”的钱。**

**盈利波动性自于哪里？——资本开支周期加剧波动。**整体看公司历史上有两次受自身资本开支周期影响，使得盈利相较春秋航空出现显著下滑：1) 2011-2012：第一次资本开支周期，激进的扩张，大量引进飞机+增加飞行员，单位非油成本大幅上涨；2) 2017-2019 年：第二次资本开支周期：新增 787+增资东航，利用率下降且财务费用大幅攀升。

### 最好的现在：乘势而起，盈利上行“加速度”

**A 面贝塔：行业困境反转的弹性+中期盈利中枢上移。**如果我们试图从交运板块乃至全市场中寻求最具“周期”魅力的标的，航空股入选毋庸置疑：2007 年至今，航空股穿越三轮牛市的累计绝对收益位列全市场第一。**展望后市，供给刚性收紧，需求复苏信号鲜明；收入与成本共振，周期弹性终释放，**行业积蓄向上动能，酝酿周期反转机遇。

**B 面阿尔法：企业家精神+资本开支后周期。**公司控股股东为均瑶集团，温州商人的内核给予公司勇于创新、积极开拓的精神。对于吉祥航空，当前正是最好的时代，盈利弹性加速度：1) 立足一二线，收益具备竞争优势；2) 民营底色，兼具收益与效率；3) 发力远程国际市场，更具向上弹性；4) 资本开支后周期，利用率显著提升；5) 资本开支放缓，财务费用逐步减负。

### 投资建议：α 与 β 共振，盈利加速上行

商业模式的差异以及企业家风格的不同，使得吉祥航空的盈利曲线是跳跃式的，而非稳健线性的增长，盈利加速度的过程更具魅力，估值溢价显著，也给公司带来迥异的投资节奏：**行业亟待反转、自身产能后周期的过程中买入，更有望享受公司盈利加速上行的红利，收获业绩以及估值双重弹性释放的魅力。**对于吉祥航空，当前或许正是最好的时刻。考虑公司 α 与 β 共振，盈利有望上行加速度，乘势而起恰在当下，预计 2024-2026 年公司归属净利润分别为 10.3 亿元、22 亿元以及 29 亿元，对应 PE 估值分别为 32、15 以及 11 倍，给予公司“买入”评级。

### 风险提示

1、宏观经济波动；2、油价大幅上涨；3、资本开支风险；4、盈利预测不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

当前股价(元)	15.10
总股本(万股)	219,901
流通A股/B股(万股)	219,901/0
每股净资产(元)	4.19
近12月最高/最低价(元)	15.30/9.92

注：股价为 2024 年 12 月 9 日收盘价

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

#### 相关研究



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

引言：从吉祥航空的估值折价之谜说起 .....	7
最坏的去：时运不济，资本开支加剧波动 .....	10
盈利差异性自于哪里？——商业模式迥异 .....	10
盈利波动性自于哪里？——资本开支周期加剧波动 .....	13
最好的现在：乘势而起，盈利上行“加速度” .....	16
A 面贝塔：行业困境反转的弹性+中期盈利中枢上移 .....	16
B 面阿尔法：企业家精神+资本开支后周期 .....	23
投资建议： $\alpha$ 与 $\beta$ 共振，盈利加速上行 .....	33
风险提示 .....	35

## 图表目录

图 1：2019 年，中国航空以及美国航空市场 ROE 与客运量匹配度 .....	7
图 2：2017 年以来，吉祥航空相较春秋航空存在较大的估值折价 .....	8
图 3：春秋航空与吉祥航空均是以上海为主基地的航司 .....	8
图 4：春秋航空与吉祥航空机队规模接近 .....	8
图 5：春秋航空与吉祥航空 ASK 增速对比 .....	8
图 6：2019 年底，吉祥航空的单机市值相较春秋有较大折价 .....	9
图 7：2019 年底分航司规模与盈利情况对比 .....	9
图 8：剔除汇兑后，春秋航空的单机盈利领先吉祥航空 .....	9
图 9：春秋航空与吉祥航空归属净利润率对比（%） .....	9
图 10：吉祥与春秋的单机收入不相上下 .....	10
图 11：吉祥与春秋的单机成本不相上下 .....	10
图 12：吉祥航空的单机毛利高于春秋航空 .....	10
图 13：春秋航空的单机补贴高于吉祥航空 .....	10
图 14：2011-2019 年春秋航空与吉祥航空单机毛利（含补贴）对比 .....	12
图 15：2011-2019 年春秋航空与吉祥航空单机扣汇费用对比 .....	12
图 16：2011-2019 年春秋航空与吉祥航空单机销售费用对比 .....	12
图 17：2011-2019 年春秋航空与吉祥航空单机管理费用对比 .....	12
图 18：2011-2019 年春秋航空与吉祥航空单机财务费用对比 .....	12
图 19：2011-2019 年吉祥航空单机费用与春秋对比 .....	12
图 20：春秋航空与吉祥航空归属净利润率对比（%） .....	13
图 21：春秋航空与吉祥航空 ROE 对比（%） .....	13
图 22：2012 年，公司加速飞机引进，增加大量飞行员 .....	13
图 23：春秋航空与吉祥航空净增飞机数量对比 .....	13
图 24：2012 年，大量引进新飞机带来利用率的短期下降 .....	14
图 25：单位非油成本的提升拖累当期盈利 .....	14
图 26：2018 年开始公司逐步推进 B787 引进 .....	14
图 27：2018 年吉祥航空的 B787 利用率受政策影响低于行业水平 .....	14

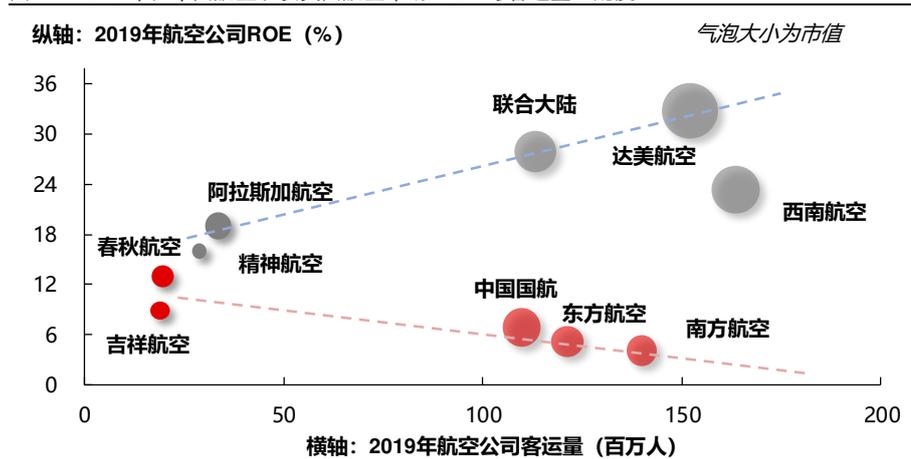
图 28: 2018 年, 吉祥航空单位非油成本大幅抬升 .....	15
图 29: 随着新机型投入运营, 一次性投入大幅提升 .....	15
图 30: 同样运营 2 小时航线时, 宽体机的单班运营成本高于窄体机 .....	15
图 31: 2001-2018 年, 空客宽体机的购买价格远超窄体机 .....	15
图 32: 2019 年增资东航后, 吉祥航空的财务费用出现显著增加 .....	16
图 33: 航空运输牛市绝对收益领跑全交通运输行业 .....	17
图 34: 三大航牛市绝对收益领跑全市场 .....	17
图 35: 三大航牛市绝对收益位列全市场前三 .....	17
图 36: 2007 年至今, 航空板块有三阶段显著的超额收益 .....	18
图 37: 业绩是三大航获得超额收益的核心原因 .....	18
图 38: 2014-2015 年牛市复盘: 流动性与油价大跌双重催化 .....	19
图 39: 2008-2009 年牛市复盘: 财政先发力, 需求后显著反转 .....	20
图 40: 2019 年空客全球供货商数量达到 4508 个 .....	21
图 41: 2021 年末交付 A320 系列订单发动机市占率 .....	21
图 42: 波音主流机型月度制造产能 (架次) .....	21
图 43: 空客主流机型月度制造产能 (架次) .....	21
图 44: 2023 年核心窄体机 A320 交付周期达到 7 年 .....	21
图 45: 2023 年核心宽体机 A330 交付周期达到 7 年 .....	21
图 46: 2018 年至今, 六大上市航司净引进飞机数量 .....	22
图 47: 2018 年至今, 六大上市航司合计净引进飞机数量与同比增速 .....	22
图 48: 三大航国内客座率同比变动与 PMI 具有强相关性 .....	23
图 49: 六大航国内客座率同比变动与 PMI 具有强相关性 .....	23
图 50: 美元兑人民币中间价变动趋势 .....	23
图 51: 布伦特原油期货价格变动趋势 .....	23
图 52: 2024Q3, 吉祥航空股权结构图 .....	24
图 53: 吉祥航空采用双品牌运行, 差异化定位满足多样需求 .....	25
图 54: 吉祥航空国内时刻航线结构占比 .....	25
图 55: 吉祥航空时刻机场结构占比 .....	25
图 56: 2019 年夏秋, 吉祥航空前十大机场时刻占比 .....	25
图 57: 主基地机场中, 吉祥航空与第一大航司市占率对比 .....	25
图 58: 吉祥航空核心商务市场时刻占比行业第二 .....	26
图 59: 吉祥航空单位票价水平仅次于三大航 .....	26
图 60: 长周期中, 吉祥航空的相较三大航的收益水平折价较小 .....	26
图 61: 吉祥航空单机盈利水平仅次于春秋航空 .....	26
图 62: 长周期中, 吉祥航空的成本管控能力领先行业 .....	27
图 63: 长周期中, 吉祥航空的成本管控能力领先行业 .....	27
图 64: 长周期中, 吉祥航空的运营效率指标领先行业 .....	27
图 65: 吉祥航空人员运营效率领先行业 .....	27
图 66: 九元航空 2024 年时刻相较 2019 年显著大幅增加 .....	28
图 67: 九元航空前十大机场时刻占比情况 .....	28
图 68: 九元航空 2024 年白云机场时刻占比持续提升 .....	28
图 69: 吉祥航空国际与地区时刻 (个/周度) .....	29

图 70: 吉祥航空 2019 年冬春航季国际时刻占比.....	29
图 71: 2019 年, 吉祥航空国际与地区 ASK 占比行业中垫底.....	29
图 72: 吉祥航空 2024 VS 2019 国际时刻结构变化.....	29
图 73: 2024H 吉祥航空 B787 飞机利用率已经超过 2019 年水平.....	30
图 74: 随着产能利用率的提升, 2024 年开始吉祥航空的单位非油成本已经显著低于 19 年水平.....	31
图 75: 资本开支放缓, 同时经营性现金流显著改善.....	32
图 76: 2023 年之后吉祥航空现金流情况显著改善.....	32
图 77: 近年来吉祥航空有息负债规模大幅增加.....	32
图 78: 吉祥航空利息费用出现显著增加.....	32
图 79: 相较春秋航空, 吉祥航空的估值溢价发生在盈利加速上行的过程中.....	33
图 80: 2024 年 10 月底, 吉祥航空单机市值所处历史分位数较低.....	33
图 81: 2024 年 10 月底, 吉祥航空单机 EV 所处历史分位数较低.....	33
图 82: 吉祥航空产能利用率恢复水平行业领先.....	34
图 83: 24Q3 吉祥航空单位非油成本相较 19Q3 大幅下降.....	34
表 1: 2011-2019 年国内航司资产回报率对比.....	7
表 2: 春秋航空与吉祥航空历史收入与盈利情况拆分对比.....	11
表 3: 2019 年均瑶集团合计出资 80 亿入股中国东航, 增持股份比例达到 10%.....	15
表 4: 国内航司截至 2026 年飞机引进计划梳理.....	22
表 5: 均瑶集团体内核心运营主体与经营情况.....	24
表 6: 九元低成本航司的运营效率与春秋航空对比.....	27
表 7: 宽体客机的日利用率普遍高于窄体客机.....	29
表 8: 随着运输距离的拉长, 以及座位数的增加, 宽体机的单班成本高于窄体机.....	30
表 9: 公司收入与利润敏感性分析.....	35

## 引言：从吉祥航空的估值折价之谜说起

如果我们试图从航空行业中寻求最具影响力的民营企业选手，将会发现吉祥航空在2011-2019年以平均22.3%的ROE位列全国干线航司前列，仅次于春秋航空(23.3%)，约为中国国航ROE水平的2.3倍，更是远远领跑全国其他航空公司。

图 1：2019 年，中国航空以及美国航空市场 ROE 与客运量匹配度



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：2011-2019 年国内航司资产回报率对比

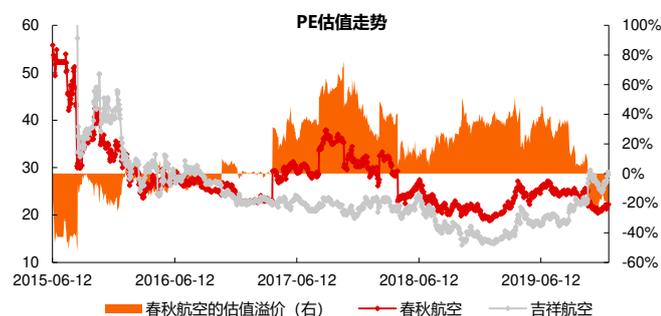
航司	杜邦拆分 (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	11-19 年平均
春秋航空	ROE	33.4	35.5	30.4	28.1	26.3	13.7	16.0	13.8	13.0	<u>23.3</u>
	权益乘数	3.3	3.4	3.0	3.0	2.7	2.6	2.5	2.2	2.0	<u>2.7</u>
	总资产周转率	0.9	1.0	0.9	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	<u>0.7</u>
	归属净利润率	10.8	11.1	11.2	12.1	16.4	11.3	11.5	11.5	12.4	<u>12.0</u>
航司	杜邦拆分 (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	11-19 年平均
吉祥航空	ROE	37.0	16.7	22.9	23.5	39.0	22.7	16.3	13.6	8.9	<u>22.3</u>
	权益乘数	3.6	4.1	4.2	3.9	4.0	2.8	2.3	2.3	2.4	<u>3.3</u>
	总资产周转率	0.8	0.8	1.0	0.9	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6	<u>0.8</u>
	归属净利润率	12.9	5.2	5.7	6.4	12.8	12.6	10.7	8.6	5.9	<u>9.0</u>
航司	杜邦拆分 (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	11-19 年平均
中国国航	ROE	16.9	10.2	6.3	7.0	11.9	10.6	9.3	8.2	6.9	<u>9.7</u>
	权益乘数	3.7	3.7	3.7	3.8	3.7	3.4	3.0	2.7	2.9	<u>3.4</u>
	总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	<u>0.5</u>
	归属净利润率	7.7	5.0	3.4	3.6	6.2	6.0	6.0	5.4	4.7	<u>5.3</u>
航司	杜邦拆分 (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	11-19 年平均
中国东航	ROE	27.1	15.7	9.9	13.1	14.5	11.0	12.7	5.0	5.2	<u>12.7</u>
	权益乘数	5.9	5.3	5.4	5.8	5.7	4.9	4.4	4.3	4.2	<u>5.1</u>
	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	<u>0.6</u>
	归属净利润率	5.8	4.0	2.7	3.8	4.8	4.6	6.2	2.4	2.6	<u>4.1</u>

航司	杜邦拆分 (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	11-19 年平均
南方航空	ROE	17.3	8.1	5.7	5.1	10.3	12.3	12.7	5.2	4.1	9.0
	权益乘数	4.1	4.2	4.6	5.1	5.0	4.7	4.5	4.1	4.3	4.5
	总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	归属净利润率	5.5	2.6	1.9	1.6	3.5	4.4	4.6	2.1	1.7	3.1

资料来源: Wind, 长江证券研究所

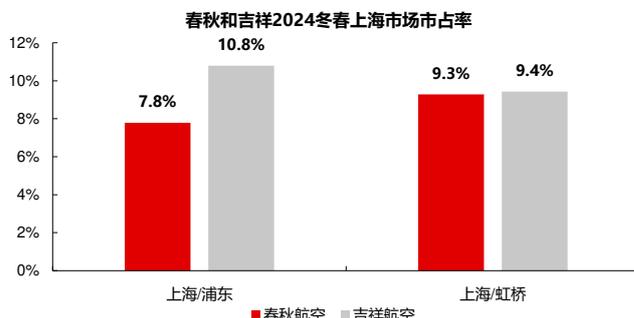
**吉祥航空 VS 春秋航空: 相似的外表, 不同的内核。**监管手段塑造的非稳态垄断格局, 造就中国航空业盈利能力与规模“倒挂”的现象: 规模远远小于三大航的春秋航空与吉祥航空反而具备更强的盈利能力。然而, 进一步剖析之下, 我们会饶有兴致的发现, 尽管吉祥航空与春秋航空均扎根上海为主基地, 且机队规模与运力增速均相近、历史保持高增长, 但盈利稳态条件下, **2017-2019 年以来, 吉祥航空相较春秋航空一直存在较大的估值折价, 2019 年底吉祥航空的单机市值仅为春秋航空的 71%, 2017-2019 年底春秋航空相较吉祥航空的平均 PE 估值溢价约为 30% (2024 年 10 月底, 吉祥航空的单机市值约为春秋的 53%)。**

图 2: 2017 年以来, 吉祥航空相较春秋航空存在较大的估值折价



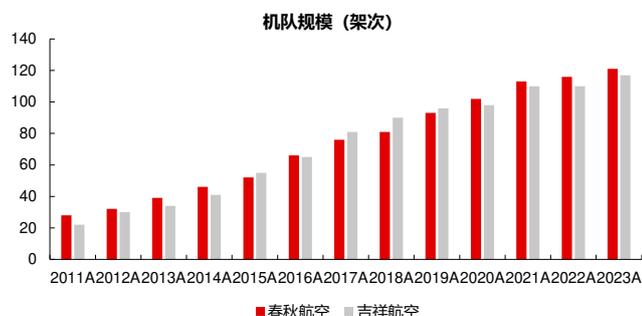
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 3: 春秋航空与吉祥航空均是以上海为主基地的航司



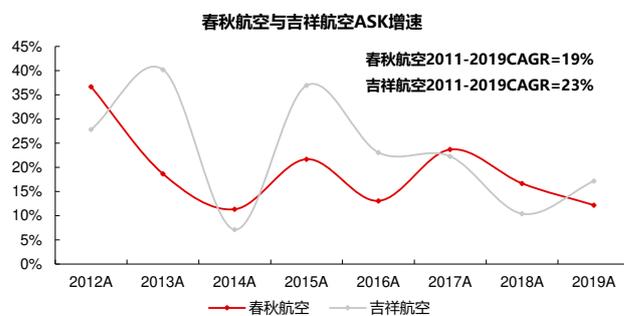
资料来源: 民航局, 长江证券研究所

图 4: 春秋航空与吉祥航空机队规模接近



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 5: 春秋航空与吉祥航空 ASK 增速对比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

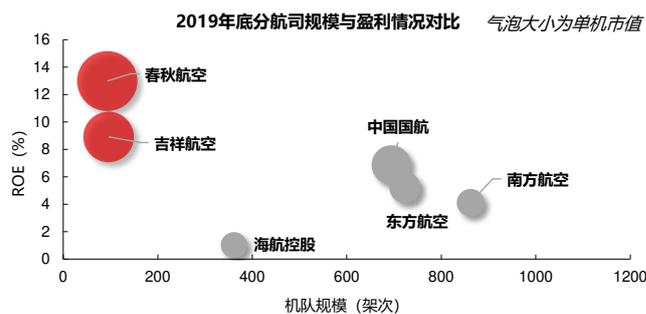
**吉祥航空 VS 春秋航空：优秀 VS 卓越？** 追本溯源，我们认为 2017-2019 年周期中，吉祥航空略逊一筹的盈利能力以及盈利稳定性，是两者估值差异背后的本质：1) 2019 年底，吉祥航空的单机盈利仅为春秋航空的 52%；2) 与春秋航空稳定的利润率不同，2019 年吉祥航空的归属净利润率从 2016 年底的 12.6% 下滑至 5.9%。

图 6：2019 年底，吉祥航空的单机市值相较春秋有较大折价



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

图 7：2019 年底分航司规模与盈利情况对比



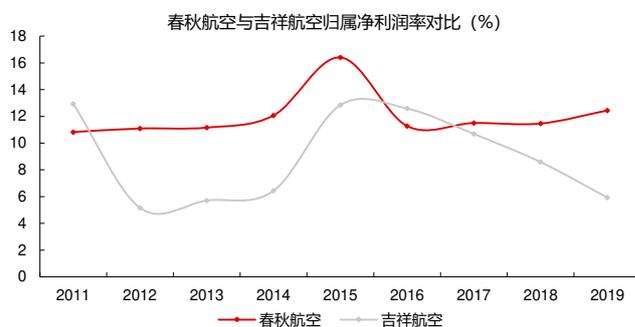
资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

图 8：剔除汇兑后，春秋航空的单机盈利领先吉祥航空



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 9：春秋航空与吉祥航空归属净利润率对比 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 最坏的过去：时运不济，资本开支加剧波动

**盈利差异性自于哪里？——商业模式迥异。**与其他航司不同，吉祥航空采用双模式运营的战略，除九元航空采用低成本模式外，公司本部定位侧重全服务市场，主要定位于中高端商务、旅行及休闲客户，赚中高收入人群的钱。双模式与低成本模式的差异，使得吉祥航空与春秋航空在盈利特征上差异显著，吉祥航空的盈利模式可以概括为“高毛利+低补贴+高费用”，本质上来讲吉祥航空赚“资源”的钱，春秋航空赚“成本”的钱。

**盈利波动性自于哪里？——资本开支周期加剧波动。**整体看公司历史上有两次受自身资本开支周期影响，使得盈利相较春秋航空出现显著下滑：1) 2011-2012：第一次资本开支周期，激进的扩张，大量引进飞机+增加飞行员；2) 2018-2019年：第二次资本开支周期：新增787+增资东航，利用率下降且财务费用大幅攀升。

## 盈利差异性自于哪里？——商业模式迥异

尽管均为发家上海的民营航司，但与纯低成本模式运营的春秋航空不同，吉祥航空采用双模式运营的战略，除九元航空采用低成本模式外，公司机队规模占比八成本部核心定位侧重全服务市场，主要定位于中高端商务、旅行及休闲客户，赚中高收入人群的钱。

图 10：吉祥与春秋的单机收入不相上下



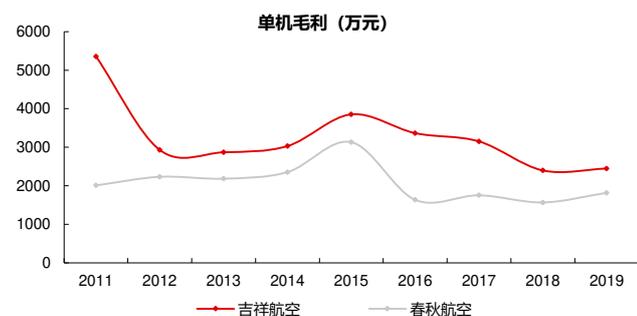
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 11：吉祥与春秋的单机成本不相上下



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 12：吉祥航空的单机毛利高于春秋航空



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 13：春秋航空的单机补贴高于吉祥航空



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

双模式与低成本模式的差异，使得吉祥航空与春秋航空在盈利特征上差异显著：**1) 更高的单机收入以及单机毛利**：吉祥航空定位高收入客群，获益高票价使得公司单机收入更高，同时公司成本管控水平与春秋接近，最终单机毛利领先春秋；**2) 更高的单机费用以及更低的单机补贴**：全服务模式更依赖外部营销等手段，因此在扣汇费用上的支出更高，同时公司航网更优越，补贴绝对值较少，因此单机补贴远低于春秋航空；**3) 单机毛利(含补贴)不相上下，费用拉大盈利差异**：2011-2019年，吉祥航空平均单机毛利(含补贴)相较春秋高约3%，但单机扣汇费用相较春秋高约90%，使得两者盈利差距拉大，最终单机扣汇盈利仅为春秋航空的76%。

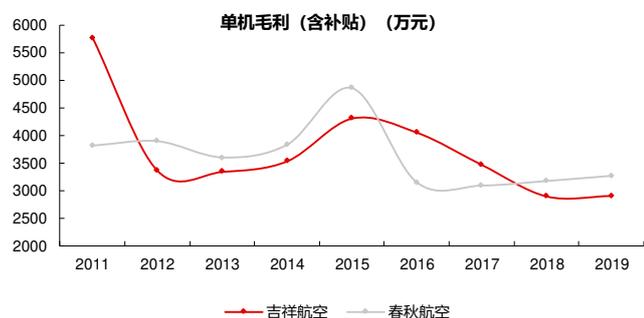
一言以蔽之，吉祥航空的盈利模式可以概括为“高毛利+低补贴+高费用”，本质上来讲吉祥航空赚“资源”的钱，春秋航空赚“成本”的钱。

表 2：春秋航空与吉祥航空历史收入与盈利情况拆分对比

吉祥航空	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	相较春秋	11-19 年平均	相较春秋
机队规模(架次)	22	30	34	41	55	65	81	90	96			
客座率	82.7%	79.7%	79.6%	84.0%	85.2%	85.7%	86.9%	86.2%	85.2%	-5.6%	83.9%	-8.3%
客公里收益(元/客公里)	0.60	0.53	0.51	0.51	0.45	0.44	0.44	0.47	0.47	28.3%	0.49	32.2%
飞机利用率(小时)	10.19	9.89	11.64	12.31	11.98	10.88	10.52	10.60	10.67	-5.1%	11.0	-2.9%
单机收入(万元)	18346	14831	17440	16212	14833	15275	15323	15962	17447	9.6%	16185	3.2%
单机成本(万元)	12991	11903	14570	13181	10980	11908	12171	13564	15000	6.4%	12919	-5.1%
单机毛利(万元)	5356	2928	2870	3031	3854	3366	3152	2398	2447	34.7%	3267	57.4%
单机扣汇费用(万元)	2014	2269	2193	1991	1523	1439	1469	1414	1540	170.4%	1761	89.6%
单机补贴(万元)	416	438	478	510	461	690	321	504	466	-68.0%	476	-69.5%
<b>单机毛利(含补贴)(万元)</b>	<b>5772</b>	<b>3366</b>	<b>3348</b>	<b>3541</b>	<b>4314</b>	<b>4057</b>	<b>3473</b>	<b>2902</b>	<b>2913</b>	<b>-11.0%</b>	<b>3743</b>	<b>2.9%</b>
<b>单机扣汇盈利(万元)</b>	<b>2373</b>	<b>724</b>	<b>746</b>	<b>1050</b>	<b>2116</b>	<b>1950</b>	<b>1662</b>	<b>1393</b>	<b>1040</b>	<b>-48.1%</b>	<b>1450</b>	<b>-23.6%</b>
春秋航空	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	相较吉祥	11-19 年平均	相较吉祥
机队规模(架次)	28	32	39	46	52	66	76	81	93			
客座率	94.4%	94.1%	93.5%	93.1%	92.8%	91.7%	90.6%	89.0%	90.8%	5.6%	92.2%	8.3%
客公里收益(元/客公里)	0.42	0.39	0.38	0.39	0.35	0.32	0.35	0.37	0.36	-22.1%	0.37	-24.3%
飞机利用率(小时)	11.38	11.35	11.63	11.51	11.47	10.96	11.05	11.06	11.24	5.3%	11.3	3.0%
单机收入(万元)	15939	17599	16829	15930	15565	12772	14435	16190	15918	-8.8%	15686	-3.1%
单机成本(万元)	13930	15367	14646	13576	12435	11137	12682	14623	14102	-6.0%	13611	5.4%
单机毛利(万元)	2009	2232	2183	2354	3129	1635	1753	1567	1816	-25.8%	2075	-36.5%
单机扣汇费用(万元)	1042	1162	1107	1009	968	908	964	630	569	-63.0%	929	-47.3%
单机补贴(万元)	1811	1668	1422	1486	1735	1513	1341	1609	1456	212.5%	1560	227.7%
<b>单机毛利(含补贴)(万元)</b>	<b>3820</b>	<b>3900</b>	<b>3605</b>	<b>3840</b>	<b>4865</b>	<b>3148</b>	<b>3094</b>	<b>3177</b>	<b>3272</b>	<b>12.3%</b>	<b>3636</b>	<b>-2.9%</b>
<b>单机扣汇盈利(万元)</b>	<b>1644</b>	<b>1954</b>	<b>1754</b>	<b>1884</b>	<b>2706</b>	<b>1582</b>	<b>1672</b>	<b>1898</b>	<b>2002</b>	<b>92.5%</b>	<b>1899</b>	<b>31.0%</b>

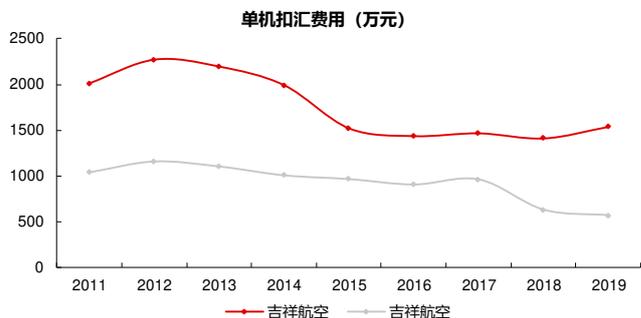
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 14: 2011-2019 年春秋航空与吉祥航空单机毛利 (含补贴) 对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

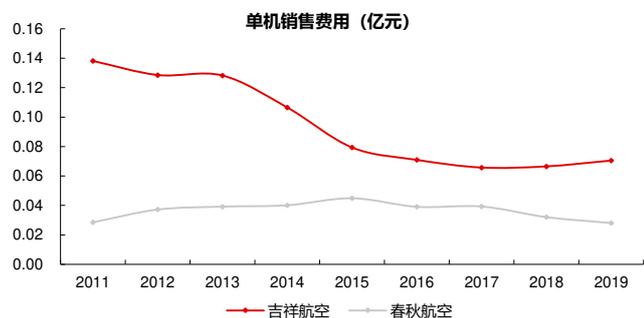
图 15: 2011-2019 年春秋航空与吉祥航空单机扣汇费用对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

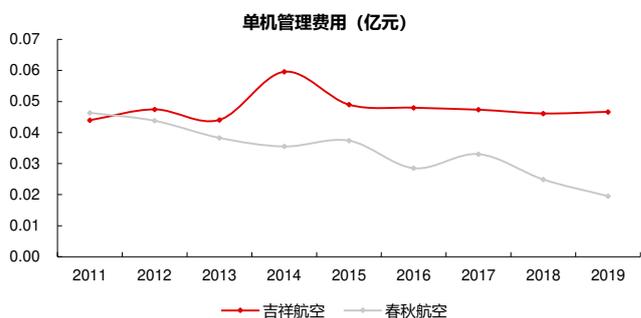
进一步去拆解, 我们会发现吉祥与春秋航空盈利能力差异最大的 17-19 年, 公司的单机销售与管理费用稳定, 受吉祥引进宽体机以及增资东航事项影响, 两者单机财务费用差距拉大, 导致公司盈利相较之下逊色更为明显。

图 16: 2011-2019 年春秋航空与吉祥航空单机销售费用对比



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 17: 2011-2019 年春秋航空与吉祥航空单机管理费用对比



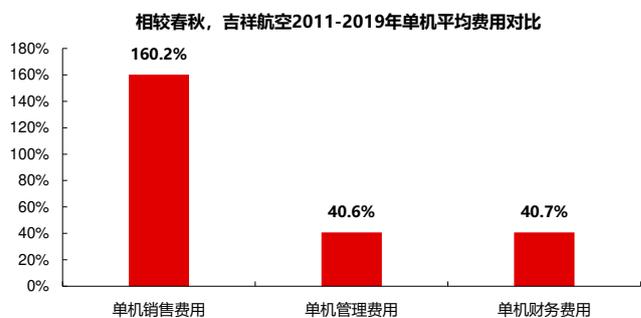
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 18: 2011-2019 年春秋航空与吉祥航空单机财务费用对比



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 19: 相较春秋, 吉祥航空 2011-2019 年单机平均费用对比



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

## 盈利波动性自于哪里？——资本开支周期加剧波动

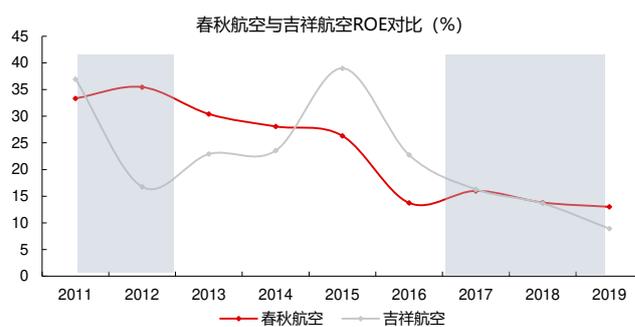
复盘历史，相较春秋航空稳定且持续的盈利能力，吉祥航空的利润率波动则更为明显。整体看公司历史上有两次受自身资本开支周期影响，使得盈利相较春秋航空出现显著下滑，分别是 2011-2012 年以及 2017-2019 年。

图 20：春秋航空与吉祥航空归属净利润率对比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：春秋航空与吉祥航空 ROE 对比（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

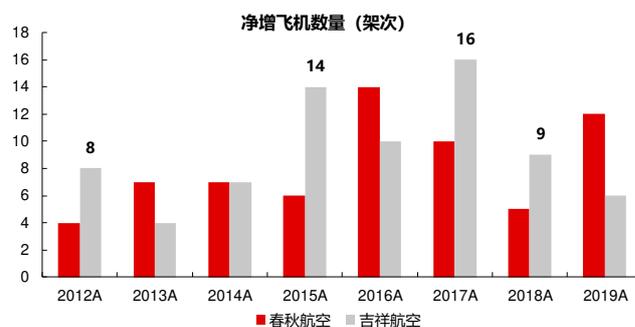
- **2011-2012：第一次资本开支周期，激进的扩张，大量引进飞机+增加飞行员。**本阶段公司高速发展，迎来运力的加速扩张，抢占优质的时刻资源，2012 年飞机数量同比增加 36%，飞行员人数同比接近翻倍，运力大量增投导致利用率出现短期下降以及单位非油成本的提升，拖累当期盈利。

图 22：2012 年，公司加速飞机引进，增加大量飞行员



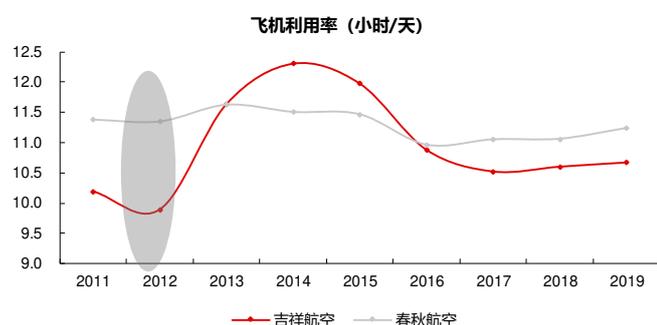
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 23：春秋航空与吉祥航空净增飞机数量对比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 24：2012 年，大量引进新飞机带来利用率的短期下降



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 25：单位非油成本的提升拖累当期盈利



资料来源：公司公告，长江证券研究所

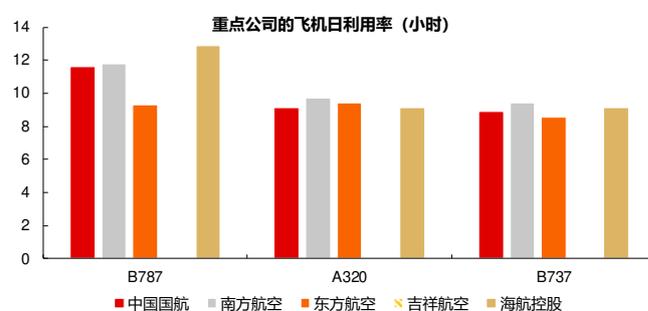
➤ **2017-2019 年：第二次资本开支周期：新增 787+增资东航，利用率下降且财务费用大幅攀升。**一方面，2018 年开始公司战略版图拓展至远程国际航线，逐步引进宽体机 B787，打造以上海为中心，衔接欧美澳等国际主要城市的中枢辐射式航线网络，进一步打开成长性。2018Q4 开始，吉祥航空陆续引进 B787 客机，由于上半年只能在国内运行，飞机日利用率受到压制，**吉祥航空承受国际化带来的成本阵痛。2018-2019 年受飞机利用率下行及航线网络调整的影响，单位非油成本大幅上行，吉祥航空的盈利受到拖累。**

图 26：2018 年开始公司逐步推进 B787 引进



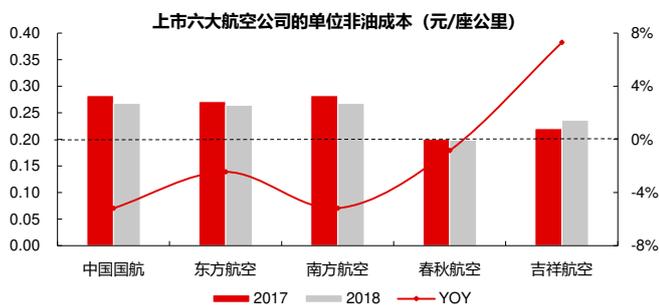
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 27：2018 年吉祥航空的 B787 利用率受政策影响低于行业水平



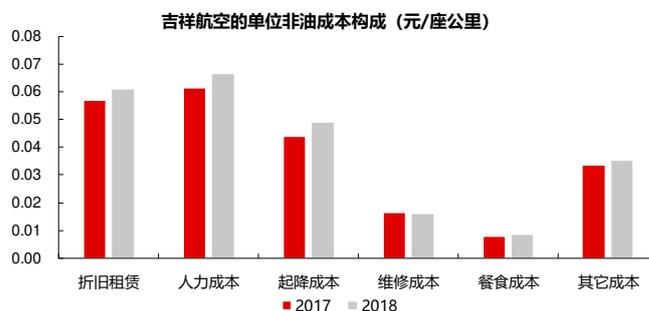
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 28: 2018 年, 吉祥航空单位非油成本大幅抬升



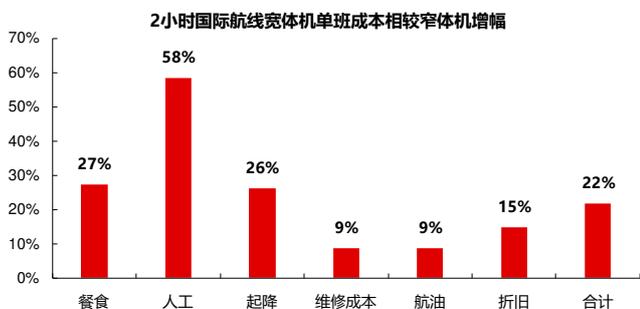
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 29: 随着新机型投入运营, 一次性投入大幅提升



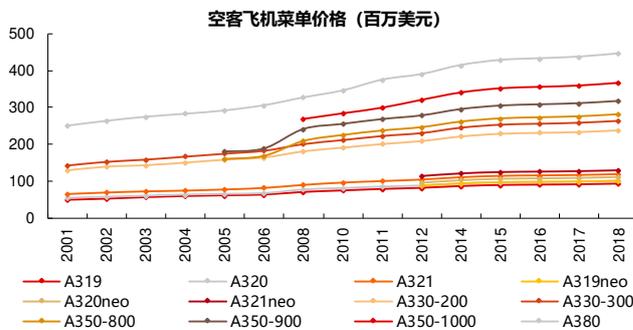
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 30: 同样运营 2 小时航线时, 宽体机的单班运营成本高于窄体机



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所测算

图 31: 2001-2018 年, 空客宽体机的购买价格远超窄体机



资料来源: 空客公司官网, 长江证券研究所测算

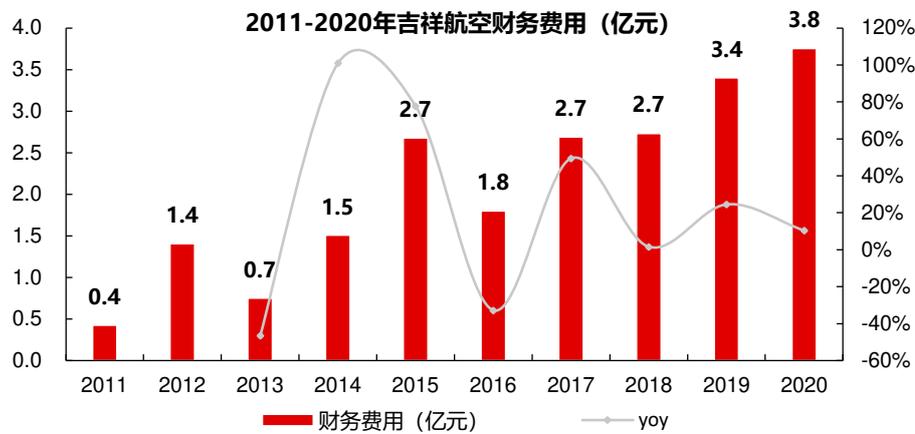
另一方面, 2019 年吉祥航空与中国东航推进交叉持股, 2019 年均瑶集团出资 80 亿元入股中国东航, 增持股份比例达到 10%, 其中吉祥航空以及全资子公司上海吉道航、吉祥香港合计出资约 63 亿元。本次增资体量较大, 部分资金通过债务融资方式筹措, 导致公司财务费用在增资后出现显著增加。

表 3: 2019 年均瑶集团合计出资 80 亿元入股中国东航, 增持股份比例达到 10%

增资主体	A 股				H 股				合计		
	股数 (亿)	股价 (元)	增资额度 (亿元)	股比	股数 (亿)	股价 (元)	股比	增资额度 (亿元)	股数 (亿)	股比	增资额度 (亿元)
吉祥航空	2.19	5.35	11.74	2%	-	3.85	0%	-	2.31	1%	11.74
均瑶集团	3.12	5.35	16.68	3%	-	3.85	-	-	3.12	2%	16.68
上海吉道航	5.89	5.35	31.51	5%	-	3.85	-	-	5.89	4%	31.51
吉祥香港	-	-	-	-	5.18	3.85	10%	19.93	5.18	3%	19.93
合计	11.20	5.35	59.93	10%	5.18	3.85	10%	19.93	16.50	10%	79.87

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所测算

图 32：2019 年增资东航后，吉祥航空的财务费用出现显著增加



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 最好的现在：乘势而起，盈利上行“加速度”

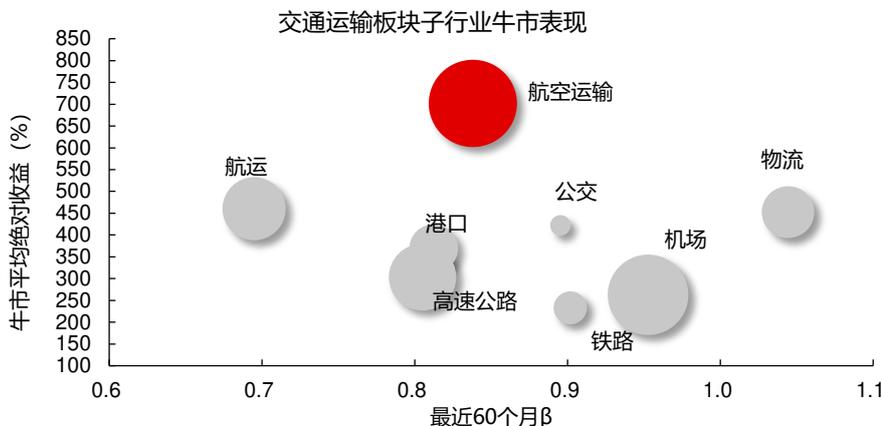
**A 面贝塔：行业困境反转的弹性+中期盈利中枢上移。**如果我们试图从交运板块乃至全市场中寻求最具“周期”魅力的标的，航空股入选毋庸置疑：2007 年至今，航空股穿越三轮牛市的累计绝对收益位列全市场第一。**展望后市，供给刚性收紧，需求复苏信号鲜明；收入与成本共振，周期弹性终释放：**获益于经济刺激政策发力，预计需求逐步走向复苏，考虑飞机引进持续受困、供给中期刚性收紧，叠加油汇改善，行业积蓄向上动能，酝酿周期反转机遇。

**B 面阿尔法：企业家精神+资本开支后周期。**公司控股股东为均瑶集团，实际控制人为王均金，温州商人的内核给予公司勇于创新、积极开拓的精神。对于吉祥航空，有望乘势而起，盈利上行“加速度”：1) 立足一二线，收益具备竞争优势；2) 民营底色，兼具收益与效率；3) 发力远程国际市场，更具向上弹性；4) 资本开支后周期，利用率显著提升；5) 资本开支放缓，财务费用逐步减负。

## A 面贝塔：行业困境反转的弹性+中期盈利中枢上移

如果我们试图从交运板块中寻求最具“周期”魅力的标的，航空股入选毋庸置疑。历史上来看，以三大航为代表的航空股凭借其极强的贝塔属性，股价表现在牛市具备惊人的“爆发力”。以 2007、2009、2014-2015 年累计绝对收益来衡量交运子板块在 A 股牛市中的表现，在所有 2007 年已完成上市的标的中，航空股股价绝对收益位列全行业第一：在三轮牛市中，三大航及海航的股价平均绝对收益超过 700%，即平均股价涨幅超过 7 倍，约为同样具备高贝塔属性的航运股的 1.5 倍、防御性铁路股的 3.0 倍。

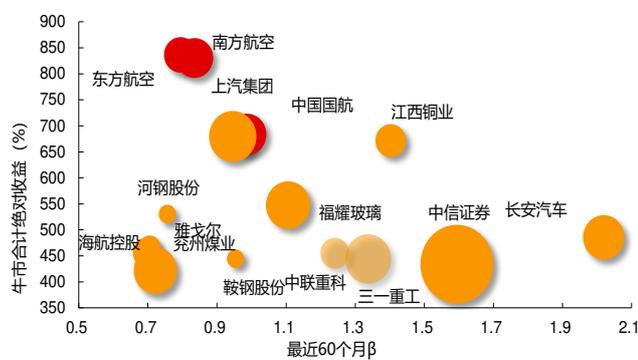
图 33: 航空运输牛市绝对收益领跑全交通运输行业



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (注: 气泡大小为市值, 截至 2024/10/07; 牛市绝对收益为 2007、2009、2014、2015 年合计; 剔除借壳上市标的, 仅包含 07 年已经上市标的)

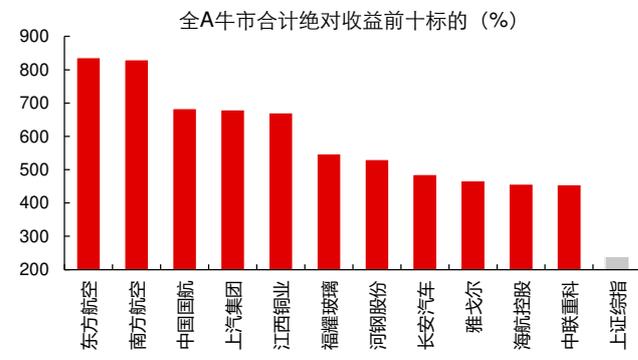
航空股牛市绝对收益不仅领跑交运行业, 从全市场角度来看, 在 2007 年市值超过 120 亿的个股中, 航空板块牛市绝对收益同样领跑全市场: 在 2007、2009、2014-2015 年三轮牛市中, 中国东航、南方航空、中国国航股价的合计绝对收益分别位列全 A 板块前三, 分别约为同期上证综指绝对收益的 3.5 倍、3.5 倍、2.9 倍。

图 34: 三大航牛市绝对收益领跑全市场



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (注: 仅包括 2007 年市值超过 120 亿的个股; 气泡大小为市值, 数据截止 2024/10/7; 牛市绝对收益为 2007、2009、2014、2015 年合计; 剔除借壳上市标的)

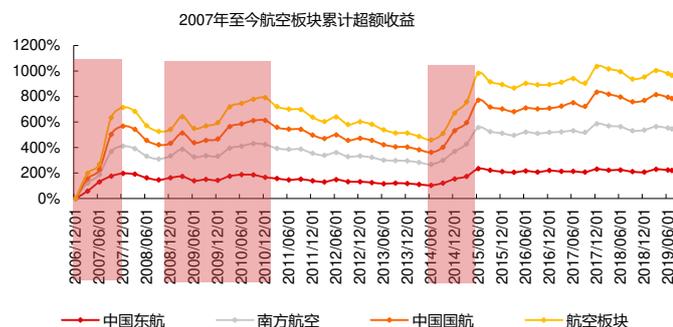
图 35: 三大航牛市绝对收益位列全市场前三



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (注: 仅包括 2007 年市值超过 120 亿的个股; 牛市绝对收益为 2007、2009、2014、2015 年合计; 剔除借壳上市标的)

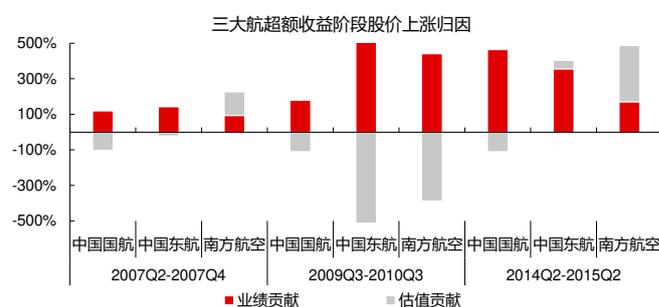
市值=盈利\*估值。追本溯源, 航空股的超额收益以业绩改善为根本驱动。自 2007 年三大航全部上市以来, 航空股共有三次主要的超额收益阶段, 分别是 2007Q2-2007Q4、2009Q3-2010Q3 以及 2014Q2-2015Q2。尽管不同阶段, 航空股超额收益背后隐含的上涨逻辑并不一致, 但与所有周期股并无二致的是, 炙热基本面下业绩急剧转好成为航空股获得超额收益的根本驱动力。以中国东航为例, 2009Q3-2010Q3 阶段, 其股价超额收益率约为 42%, 期间业绩季度平均同比涨幅则约为 3109%, 业绩改善对股价上涨的贡献远超估值修复。

图 36：2007 年至今，航空板块有三阶段显著的超额收益



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：超额收益为相对上证综指数据；航空板块采用申万航空指数）

图 37：业绩是三大航获得超额收益的核心原因

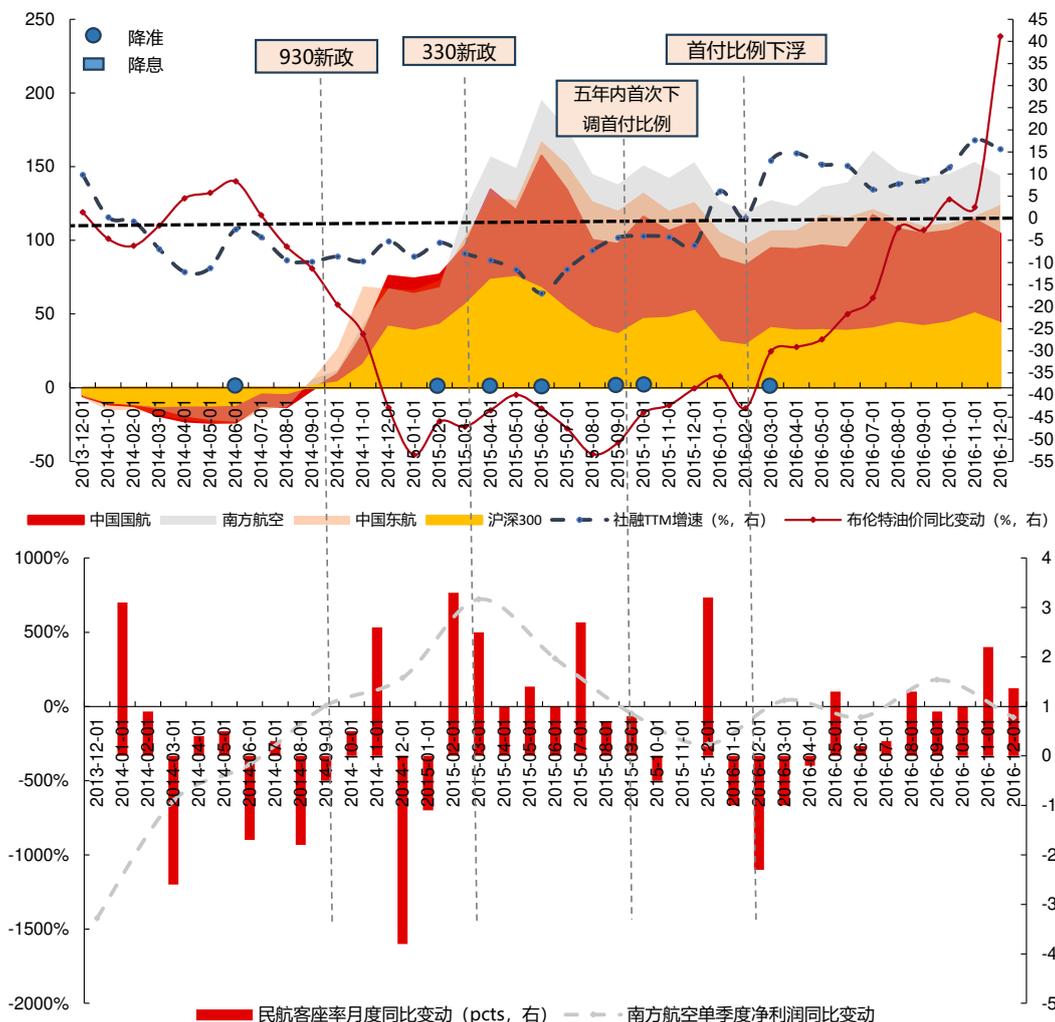


资料来源：Wind，长江证券研究所（注：对纵轴最大与最小值进行了处理，中国东航 2009Q3-2010Q3 阶段股价上涨中，估值与业绩贡献分别为-3066.2%与 3108.6%；考虑财务数据的可得性，国航股价数据采用 2007Q3-2007Q4）

● **2014-2015 年牛市复盘：流动性与油价大跌双重催化**

- 2014 年中，降准降息开启本轮流动性牛市，叠加房地产政策频出，估值率先修复。
- 与此同时，2014 年中开始，油价大幅下跌，2015 年初同比跌幅达到 50%，航司成本改善显著，盈利大幅获益，基本面在 2015 年上半年迎来同比高增（以南航为例，2015Q1 归属利润同比+722%）。
- **总结：获益于流动性估值提振以及油价大跌带来的基本面双重催化，本轮牛市航空股斜率陡峭、弹性剧烈。**

图 38：2014-2015 年牛市复盘：流动性与油价大跌双重催化

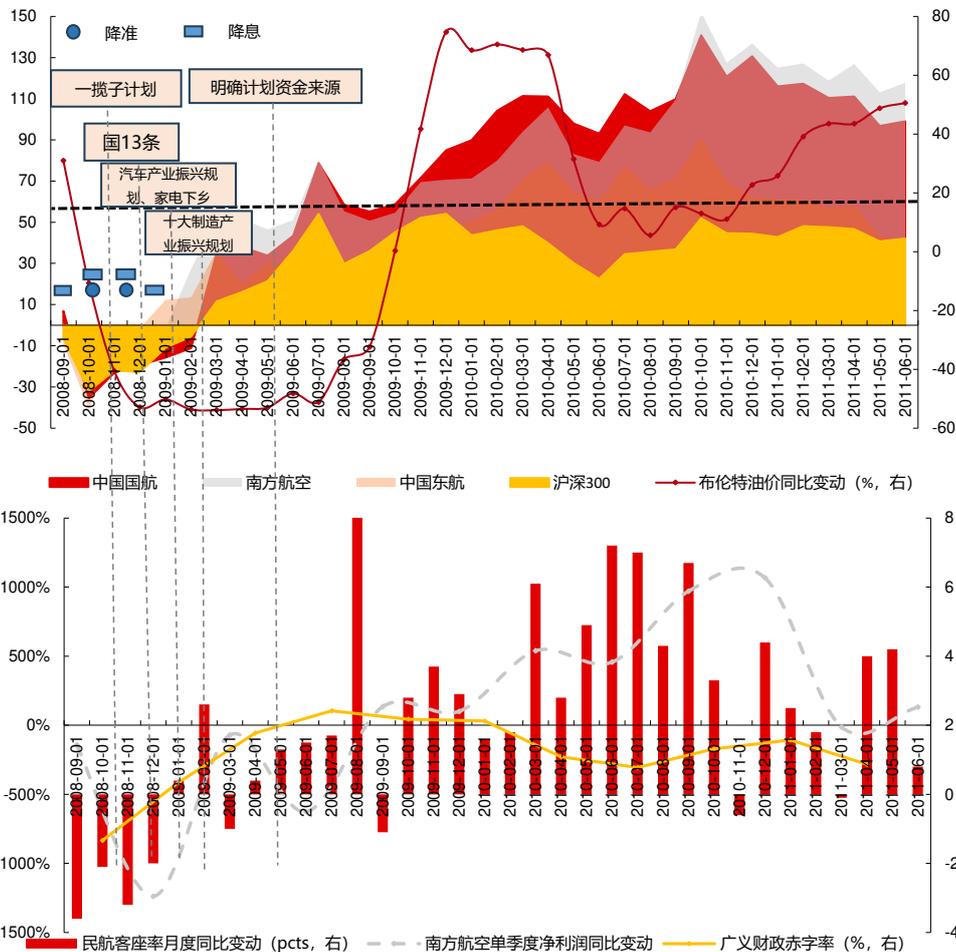


资料来源：Wind，长江证券研究所（注：上图中，国航、南航、东航以及沪深 300 为累计绝对收益，以主纵轴表示，单位为%）

● **2008-2009 年牛市复盘：财政先发力，需求后显著反转**

- 前半段，2008Q3 开始，财政政策密集发力，叠加房地产刺激、制造业振兴规划政策等落地，带来显著的经济复苏效果。此外，08 年多次降息降准，宽松货币政策与积极财政政策相辅相成，显著提振行业估值。
- 后半段，受益于政策刺激效应，居民收入显著增加，提振下游消费力，2009-2010 年航空需求持续爬坡，2010 年前三季度民航平均客座率同比+5pcts，盈利迎来峰值，2010Q3 南航单季度利润同比+971%，基本面炽热。
- 总结：受益于财政政策刺激，2009 年开始逐步传导到下游出行消费端，航空收益显著改善，盈利迎来峰值；本轮牛市航空股持续时间长，跨度广。

图 39：2008-2009 年牛市复盘：财政先发力，需求后显著反转

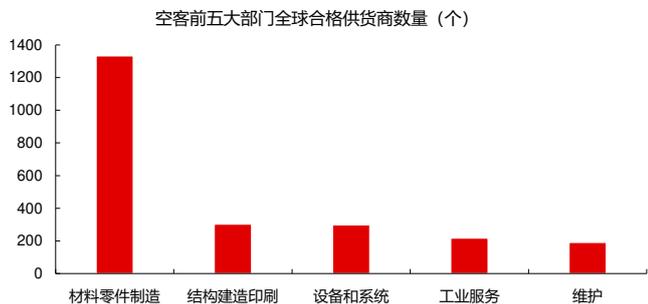


资料来源：Wind，长江证券研究所（注：上图中，国航、南航、东航以及沪深 300 为累计绝对收益，以主纵轴表示，单位为%）

飞机制造业作为典型的高端制造业，人才与技术投入密集，具有三个典型的特征：1) 流程长，制造复杂繁琐；2) 资金与技术壁垒高企；3) **全球布局，供应链复杂难控。**

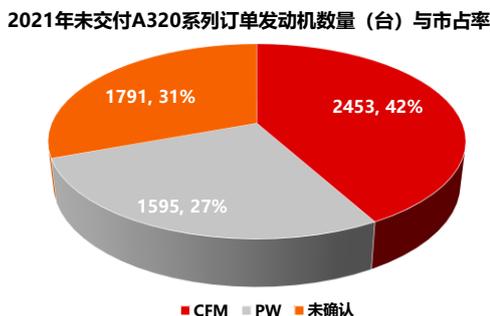
**全球布局，供应链复杂难控，发动机制造环节的短板将导致机队交付周期的拉长：**与传统的制造业不同，航空制造业产业链多采用全球布局的模式，以核心制造商为中心，下设多级供货商，层层递进。根据空客官网披露，2019 年其全球范围内的供货商数量达到 4508 个，遍布世界主要高端制造国家。波音与空客编织了一张密集又广阔的制造生产网络，将全球范围内数千家供货商串联在一起，通过高密度、高精细化的供应链衔接产品生产与制造的各环节，集全球制造业之力，实现生产与制造效率的最大化；**同时，过于分散的全球生产网络同样决定了飞机制造业在面临外部风险冲击时的脆弱性，单一环节问题在全产业链中被无限放大，损耗最终生产效率，近年来发动机制造环节的短板将导致机队交付周期的拉长。**

图 40: 2019 年空客全球供货商数量达到 4508 个



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

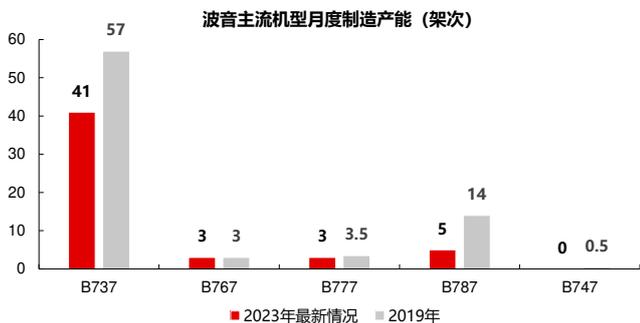
图 41: 2021 年末交付 A320 系列订单发动机市占率



资料来源: Flightglobal, 长江证券研究所

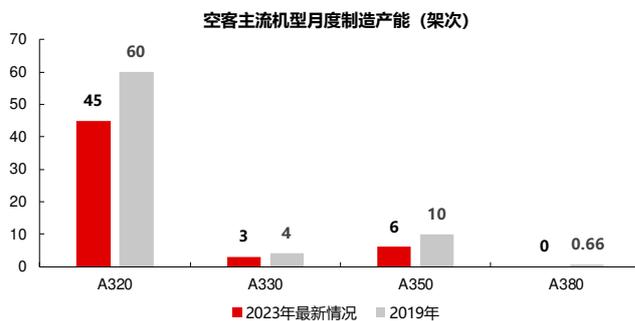
2020 年开始全球航空市场受到冲击, 正常经济生产活动受到长期影响, 劳动力与核心零部件持续面临短缺难, 供应链紊乱问题难解, 波音与空客产能相较 20 年前均大幅下滑。

图 42: 波音主流机型月度制造产能 (架次)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 43: 空客主流机型月度制造产能 (架次)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 44: 2023 年核心窄体机 A320 交付周期达到 7 年



资料来源: IBA, 长江证券研究所

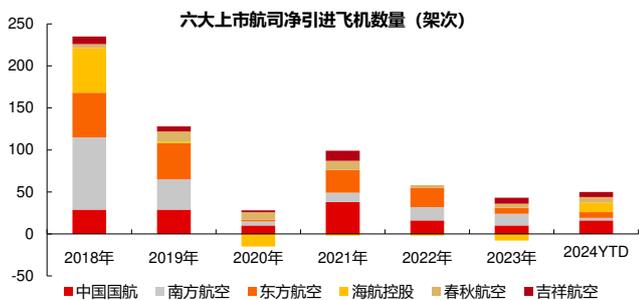
图 45: 2023 年核心宽体机 A330 交付周期达到 7 年



资料来源: IBA, 长江证券研究所

展望未来，我们认为 5 年的时间内，中国民航业供给将持续刚性约束：**供给整体将显著收紧，飞机年引进速度将从过去年化 10% 的中枢水平大幅下移。**

图 46：2018 年至今，六大上市航司净引进飞机数量



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：2024 年飞机数量截止 8 月份）

图 47：2018 年至今，六大上市航司合计净引进飞机数量与同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：2024 年飞机数量截止 8 月份；数据追溯调整山东航空机队）

综合考虑制造商交付持续放缓、租赁成本大幅抬升压制航司租新意愿，我们再次下调行业未来供给增速预期，且本轮供给收紧的周期或持续至 2027 年：**预计 2024 年行业相较 2019 年累积供给增速为 11.5%，CAGR 为 2.2%；预计 2025 年行业相较 2019 年累积供给增速为 14.7%，CAGR 为 2.3%，相较 2020 年前出现大幅下降。**

表 4：国内航司截至 2026 年飞机引进计划梳理

航司	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	24/19 年累积增长 (与 CAGR)	25/19 年累积增长 (与 CAGR)	26/19 年累积增长 (与 CAGR)
国航	699	707	746	762	905	939	973	1037	15.3%	20.2%	29.3%
东航	723	725	752	775	782	815	834	863	12.7%	15.4%	19.4%
南航	862	867	878	894	908	948	965	975	10.0%	11.9%	13.1%
海航	361	346	344	342	334	334	334	334	-7.5%	-7.5%	-7.5%
春秋	93	102	113	116	121	129	141	155	38.7%	51.6%	66.7%
吉祥	96	98	110	110	117	129	137	142	34.4%	42.7%	47.9%
<b>六大航机队合计</b>	<b>2834</b>	<b>2845</b>	<b>2943</b>	<b>2999</b>	<b>3167</b>	<b>3294</b>	<b>3384</b>	<b>3506</b>	<b>11.5%</b>	<b>14.7%</b>	<b>19.0%</b>
合计增加		11	98	56	35	127	90	122	327	417	539
<b>增速</b>		<b>0.4%</b>	<b>3.4%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.2%</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.6%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.9%</b>

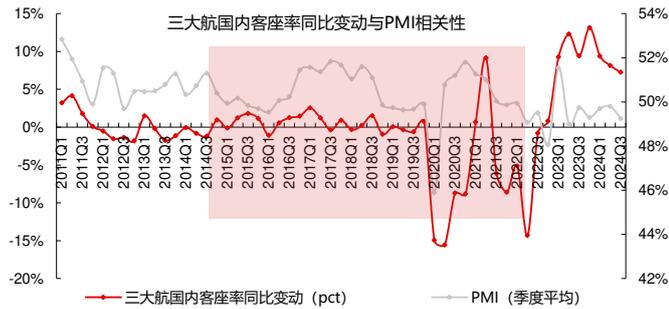
资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：东航机队规模剔除公务机；海航假设机队规模持平）

正如我们在《鉴往知来，大地回春——从中观视角看 PMI 与商旅需求的关系》报告所述，PMI 指数是航空景气度的指引指标：我们分别以三大航和六大航国内客座率同比变动为板块景气度指标与 PMI 指数进行拟合，可见 PMI 指数是航空景气度的指引指标，1) 三大航国内客座率同比变动与 PMI 指数具有较强正相关性，且 2015 年之后相关性

更强；2) 六大航国内客座率同比变动与 PMI 指数正相关性最强，样本范围的扩大进一步提升结论的适用性。

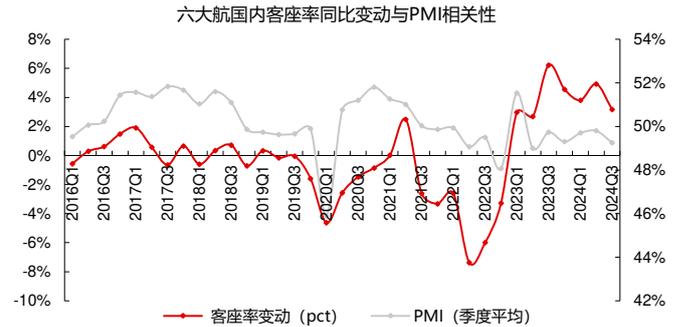
随着财政与货币政策双重催化落地，经济预期逐步修复，叠加油价下行趋势确立，预计行业有望迎来收入和成本的双重改善。

图 48：三大航国内客座率同比变动与 PMI 具有强相关性



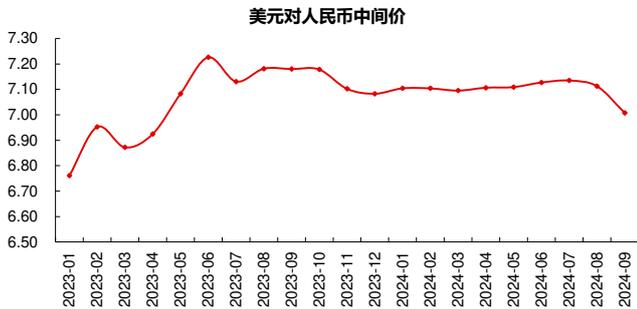
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 49：六大航国内客座率同比变动与 PMI 具有强相关性



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 50：美元兑人民币中间价变动趋势



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 51：布伦特原油期货价格变动趋势



资料来源：Wind，长江证券研究所

## B 面阿尔法：企业家精神+资本开支后周期

公司控股股东为均瑶集团，实际控制人为王均金。截至 2024Q3，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 52：2024Q3，吉祥航空股权结构图



资料来源：Wind，长江证券研究所

母公司均瑶集团经过多年的发展，已经形成了航空运输、金融服务、现代消费、教育服务、科技创新五大业务板块，采用多元化运营的经营策略，旗下拥有 4 家 A 股上市公司，员工近 2 万人，规模列中国服务业 500 强企业第 205 位。**温州商人的内核给予公司勇于创新、积极开拓的精神。**

表 5：均瑶集团体内核心运营主体与经营情况

主营业务	行业归属	运营主体	市场覆盖范围	2019 年营业收入 (亿元)	2019 年综合毛利率 (%)
航空运输	民航运输	吉祥航空/九元航空	全国、日本、韩国、泰国等	165.75	13.3
汽车销售	汽车行业	大厦集团	无锡	67.59	7
百货销售	零售业	大东方	无锡	24.15	13.55
食品销售	餐饮行业	均瑶健康	全国	14.65	51.56
金融服务	金融行业	爱建集团	全国	24.75	84.29
医疗服务	医疗行业	大东方	北京、上海、杭州、武汉、成都等	10.76	7.68

资料来源：均瑶集团跟踪评级报告，长江证券研究所（注：医疗服务采用 2021 年营业收入与综合毛利率）

吉祥航空战略定位为“用心服务，致力于成为安全、健康、稳健、可持续的高效率国际化航空公司”。为实现上述目标，公司制定了“双品牌+双枢纽”运行的发展战略（双品牌指吉祥航空与九元航空，双枢纽指上海主基地与广州主基地）。

公司本部吉祥航空定位为全服务航空，以上海浦东和虹桥两场为主基地，目标客户群体为中高端商务旅客；控股子公司九元航空定位为低成本航空，以广州白云机场为主基地，目标客户为价格敏感的因私旅客。

图 53: 吉祥航空采用双品牌运行, 差异化定位满足多样需求

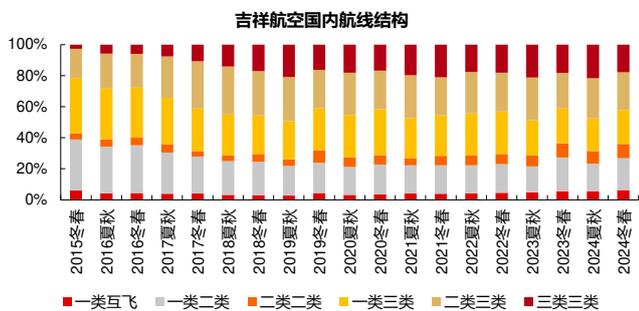


资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

### 立足一二线, 收益具备竞争优势

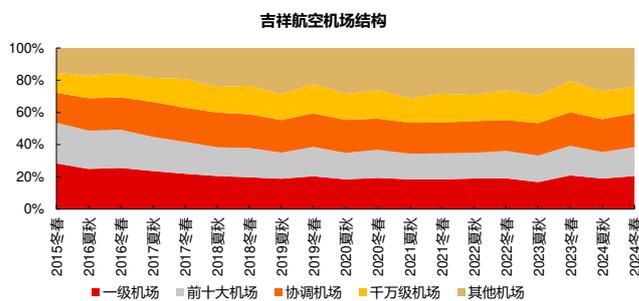
吉祥航空深耕上海两场十余年, 2014 年九元设立打开入驻白云机场契机, 2016 年开始又逐步增设南京、成都为辅助基地。中长期公司聚焦一二线的战略坚定, 采用双品牌运营策略, 2017 年开始, 随着广州白云、北京大兴、上海浦东、成都天府新增产能投放, 公司的航线网络进一步抬升。

图 54: 吉祥航空国内时刻航线结构占比



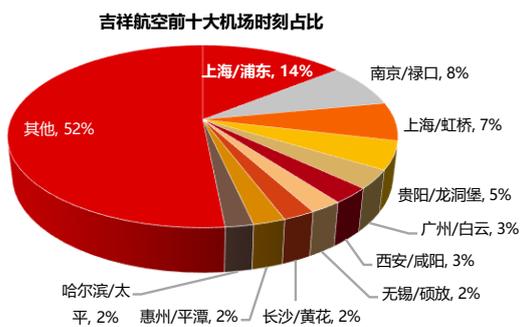
资料来源: 民航局, 长江证券研究所

图 55: 吉祥航空时刻机场结构占比



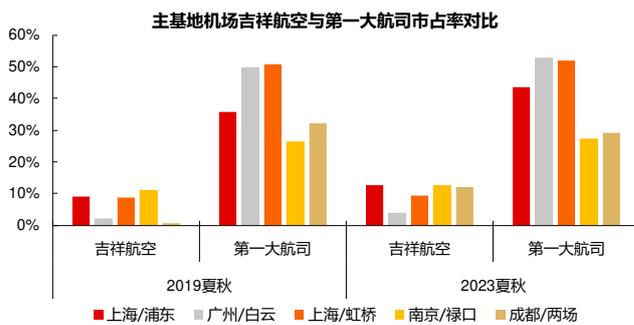
资料来源: 民航局, 长江证券研究所

图 56: 2019 年夏秋, 吉祥航空前十大机场时刻占比



资料来源: 民航局, 长江证券研究所

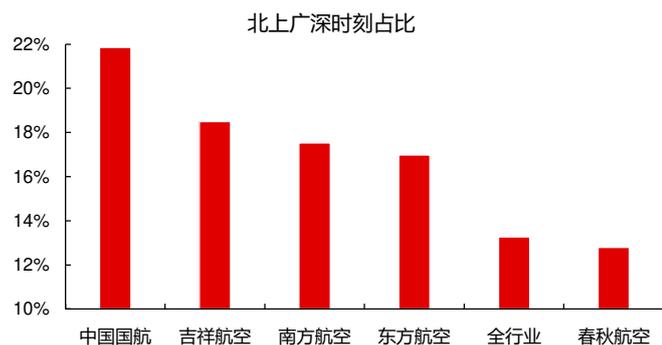
图 57: 主基地机场中, 吉祥航空与第一大航司市占率对比



资料来源: 民航局, 长江证券研究所

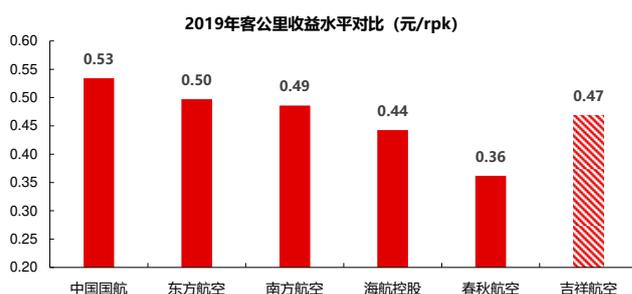
公司航网结构优越，吉祥航空核心北上广深商务市场时刻占比行业第二，仅次于中国国航，潜在客群客户具有高收入水平、较强的消费能力和旺盛的航空运输需求。获益于公司优越的航网结构，吉祥航空收益水平具备强竞争力，2019 年公司客公里收益仅次于三大航，长周期中票价约为三大航平均水平的 90%，高收益支撑公司盈利，使得长周期中吉祥航空单机扣汇盈利水平仅次于春秋航空。

图 58：吉祥航空核心商务市场时刻占比行业第二



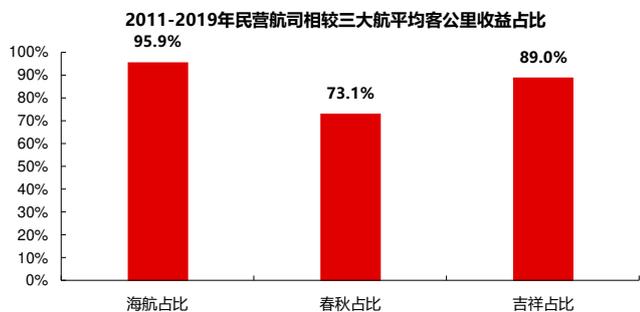
资料来源：民航局，长江证券研究所（注：为 2021 夏秋航季时刻表）

图 59：吉祥航空单位票价水平仅次于三大航



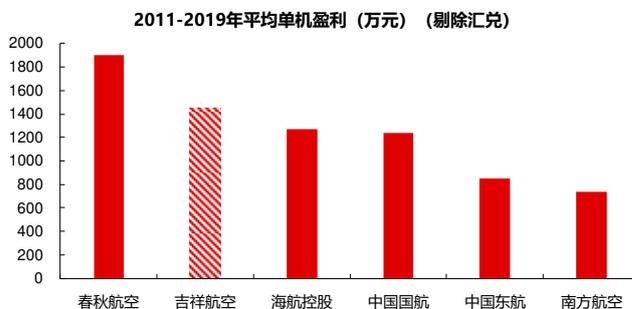
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 60：长周期中，吉祥航空的相较三大航的收益水平折价较小



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 61：吉祥航空单机盈利水平仅次于春秋航空

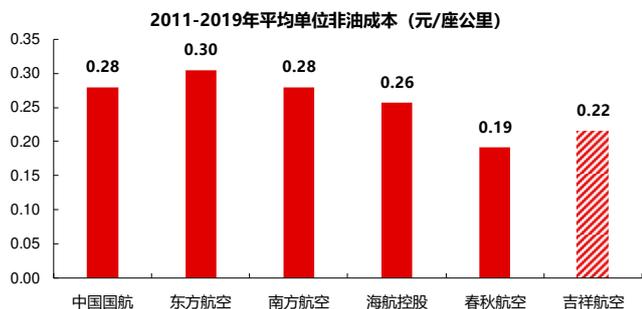


资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 民营底色，兼具收益与效率

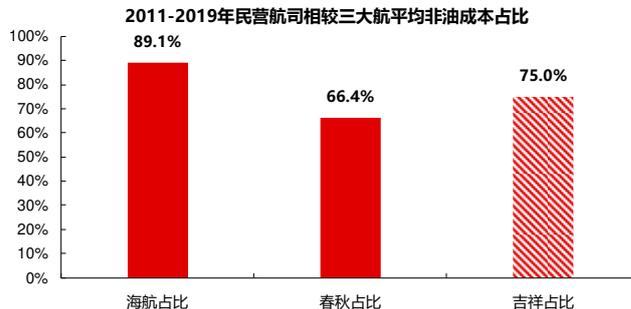
吉祥航空航线运营和成本管控具有精细化的优势，飞机利用率仅略低于春秋航空，高于其他全服务航空公司，公司的航油成本和非油成本均优于全服务航空公司，从而在保证服务的基础上提供较低价格的机票，以获得较高的客座率。

图 62：长周期中，吉祥航空的成本管控能力领先行业



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 63：长周期中，吉祥航空的成本管控能力领先行业



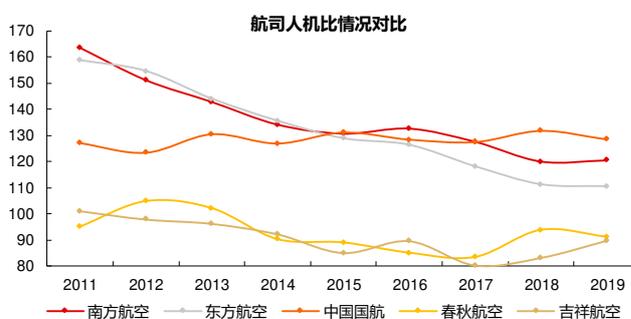
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 64：长周期中，吉祥航空的运营效率指标领先行业



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 65：吉祥航空人员运营效率领先行业



资料来源：公司公告，长江证券研究所

历史情况来看，公司体内低成本航司九元航空运营效率与春秋航空接近，飞机利用率略有逊色但客座率领先春秋航空；2024H 九元利用率数据反超春秋，经营管理持续发力，长期来看预计随着规模效应逐步显现，九元盈利能力有望持续提升。

表 6：九元低成本航司的运营效率与春秋航空对比

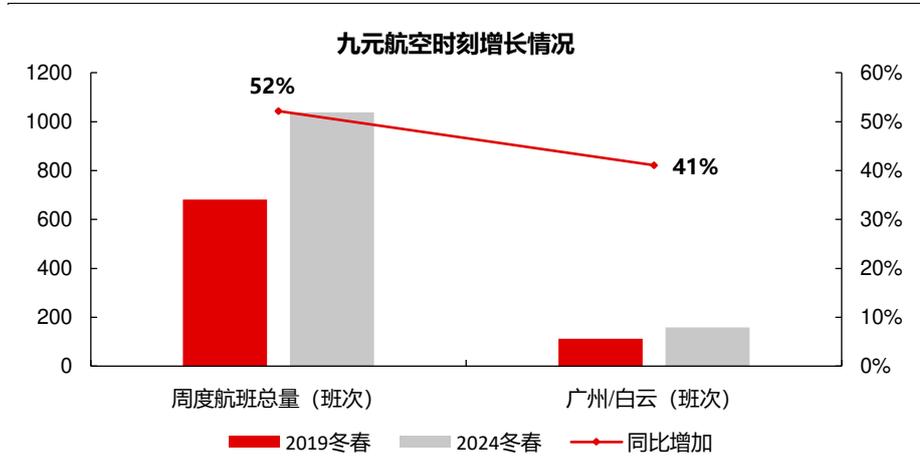
航司	九元航空			春秋航空			
	时间	飞机利用率 (小时/天)	客座率 (%)	机队规模	飞机利用率 (小时/天)	客座率 (%)	机队规模
	2016	11.0	89.8	9	11.0	91.7	66
	2017	10.6	92.6	14	11.1	90.6	76
	2018	10.7	91.4	17	11.1	89.0	81
	2019	10.6	91.3	20	11.2	90.8	93
	2024H	11.9	90.7	25	9.3	91.3	127

资料来源：公司公告，长江证券研究所

相较 2019 年，2024 年的九元航空运力加速增长、时刻资源禀赋持续改善：1) 白云机场市场占有率提升至 3%，同比大幅增加 41%，主基地优势持续改善；2) 周度时刻总量同

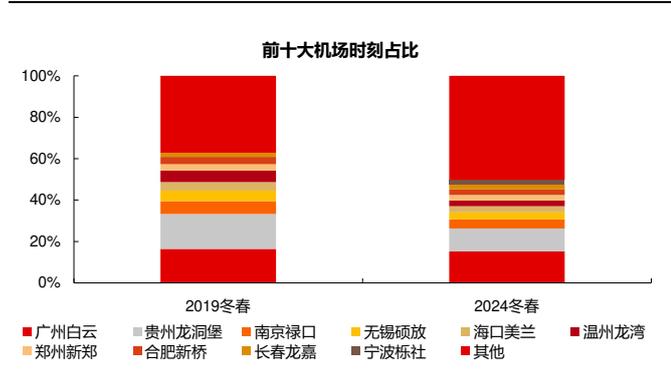
比增加 52%，增幅领先机队规模增长，飞机利用率相较 2019 年继续攀升，运营效率持续改善。

图 66：九元航空 2024 年时刻相较 2019 年显著大幅增加



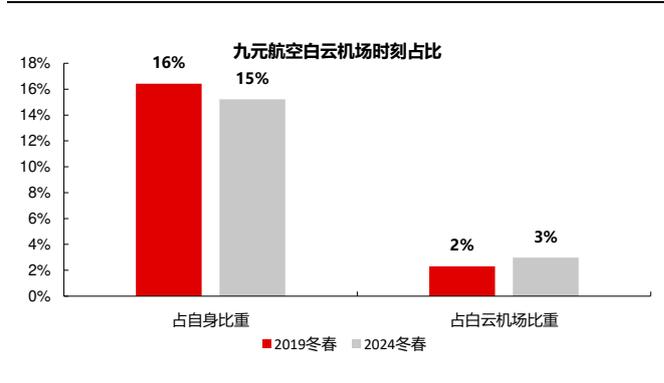
资料来源：航班管家，长江证券研究所

图 67：九元航空前十大机场时刻占比情况



资料来源：航班管家，长江证券研究所

图 68：九元航空 2024 年白云机场时刻占比持续提升



资料来源：航班管家，长江证券研究所

## 发力远程国际市场，更具向上弹性

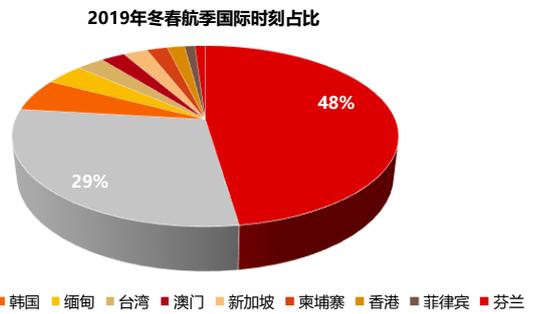
2018 年之前，公司已经形成了比较完善的航线网络，国内航线以上海始发至国内省会城市和主要交通枢纽城市为主，国际航线逐步开通了上海至东南亚、东北亚等地区和其他地区的航线，以周边短途国际航线为核心。2018 年开始，吉祥航空开始引进波音 787 宽体机，加强国际化战略，打造以上海为中心，衔接欧美澳等国际主要城市的中枢辐射式航线网络，2024H 洲际方向新开上海至雅典、曼彻斯特、布鲁塞尔航班，在欧洲航点数现达到 5 个，2024 冬春航季公司航网结构继续拓展，计划时刻表新增意大利作为航点，吉祥航空远程洲际线达到 6 条，直飞航点触及北欧、西欧与南欧，包含芬兰、英国、比利时、意大利、希腊五个国家，洲际航线在多年发展中已初具规模。

图 69: 吉祥航空国际与地区时刻 (个/周度)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 70: 吉祥航空 2019 年冬春季国际时刻占比



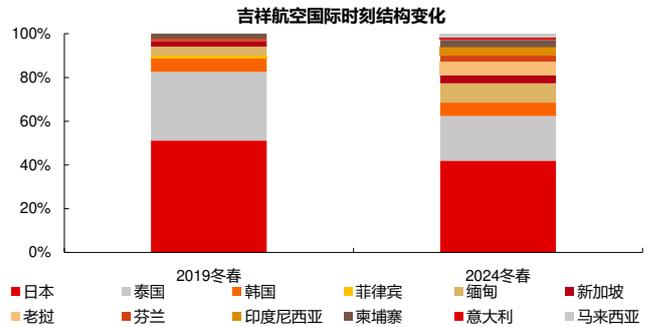
资料来源: 民航局, 长江证券研究所

图 71: 2019 年, 吉祥航空国际与地区 ASK 占比行业中垫底



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 72: 吉祥航空 2024 VS 2019 国际时刻结构变化



资料来源: 民航局, 长江证券研究所

吉祥航空的远程国际航线植根于全球优质土壤, 依托于长三角庞大的国际出行需求, 以及通达二线城市的航空中转需求, 吉祥航空的远程国际航线天生具备成功的基因。从长期的视角看, 吉祥航空的远程国际化押注的是上海国际枢纽地位的不断加强, 高收益水平有望贡献盈利高弹性。

### 资本开支后周期, 利用率显著提升

远程国际航线动辄十个小时的航程意味着更高的飞机日利用率, 因此, 执飞远程国际航线的宽体客机飞机利用率远高于窄体客机。2024H 随着吉祥航空逐步新增以及开辟洲际航线, B787 利用率已经达到 11.8 小时/天, 突破 2019 年同期水平, 考虑到吉祥航空更高的运行效率, 以及 B787 的航班排布, 预计吉祥航空的飞机日利用率有望超过 14 小时, 显著提升公司运营效率。

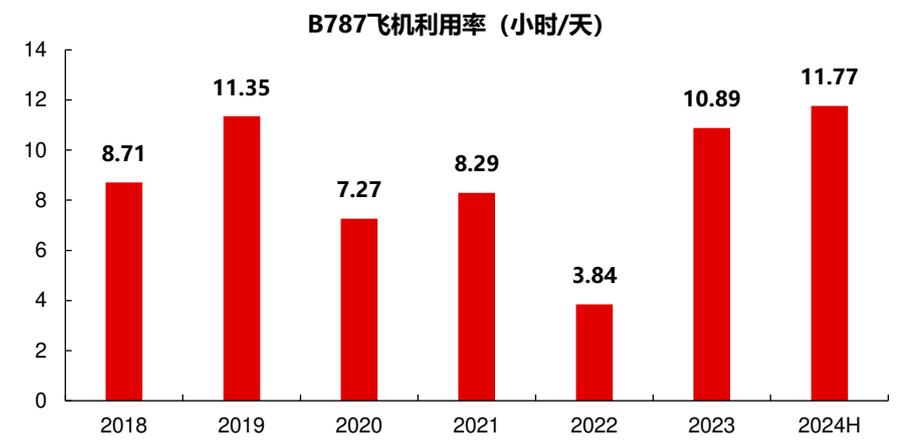
表 7: 宽体客机的日利用率普遍高于窄体客机

	机型	中国国航	中国东航	南方航空
窄体客机	A320	9.1	9.4	9.7
	B737	8.9	8.5	9.4

宽体客机	A330	11.9	12.0	11.8
	B787	11.6	9.3	11.8

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 73：2024H 吉祥航空 B787 飞机利用率已经超过 2019 年水平



资料来源：公司公告，长江证券研究所

综合考虑航班运行中的油耗、折旧标准、起降费用标准、餐食标准以及飞机的价值，测算公司的单班营业成本约 61 万元，考虑座位数的增加以及飞行小时和距离的拉长，预计 B787 利用率打满后，该机型的单位 ASK 成本仅为窄体机的一半，有望显著摊薄公司的非油成本，单机利润率相较 2019 年大幅提升。

表 8：随着运输距离的拉长，以及座位数的增加，宽体机的单班成本高于窄体机

B787 单班成本			
成本项目	计算假设	成本测算(万元)	测算占比
航油成本	油耗、油价(5000 元/吨)	21.50	35%
起降成本	机场收费标准	2.80	5%
折旧成本	飞机价格、折旧率，飞行小时	8.59	14%
维修成本	小时维修成本，飞机价值	4.80	8%
餐食成本	人均餐食、人数	3.92	6%
人力成本	小时人力成本，飞行小时	8.89	15%
其它成本	小时其它成本，飞机价值	10.64	17%
<b>单班成本</b>		<b>61.14</b>	<b>100%</b>
飞行小时 (小时)		9	
飞行距离 (KM)		7400	
座位数 (个)		324	
<b>单位 ASK 成本 (元/ASK)</b>		<b>0.25</b>	
A320 单班成本			
成本项目	计算假设	成本测算(万元)	测算占比

航油成本	油耗、油价(5000 元/吨)	3.53	22%
起降成本	机场收费标准	1.94	12%
折旧成本	飞机价格、折旧率, 飞行小时	1.16	7%
维修成本	小时维修成本, 飞机价值	4.80	30%
餐食成本	人均餐食、人数	0.75	5%
人力成本	小时人力成本, 飞行小时	1.27	8%
其它成本	小时其它成本, 飞机价值	2.75	17%
<b>单班成本</b>		<b>16.19</b>	<b>100%</b>
飞行小时 (小时)		3	
飞行距离 (KM)		1764	
座位数 (个)		185	
<b>单位 ASK 成本 (元/ASK)</b>		<b>0.50</b>	

资料来源：公司公告，长江证券研究所测算

图 74：随着产能利用率的提升，2024 年开始吉祥航空的单位非油成本已经显著低于 19 年水平

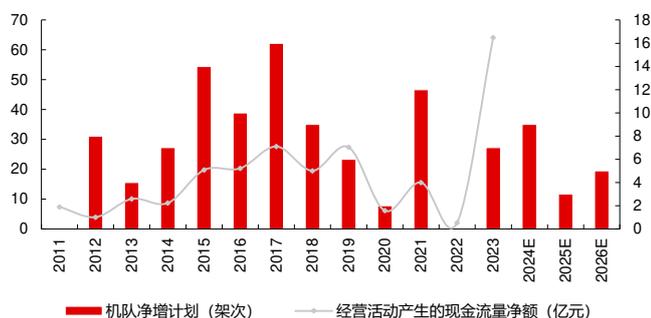


资料来源：公司公告，长江证券研究所测算

## 资本开支放缓，财务费用逐步减负

随着公司宽体机逐步引进完毕，公司资本开支持续下降，叠加公司经营情况日益改善，经营性现金流净额 2023 年开始大幅增加。现金流净额的持续改善，有望支撑公司大幅缩减债务规模，减少财务费用，释放公司业绩弹性。考虑经营性现金流 24 年持续改善，预计 25 年公司有望减少约 1-2 亿财务费用。

图 75: 资本开支放缓, 同时经营性现金流显著改善



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 76: 2023 年之后吉祥航空现金流情况显著改善



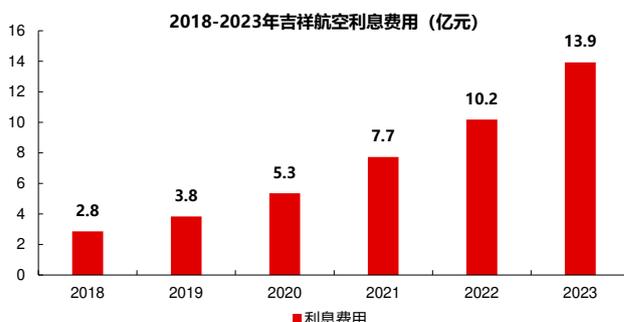
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 77: 近年来吉祥航空有息负债规模大幅增加



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 78: 吉祥航空利息费用出现显著增加

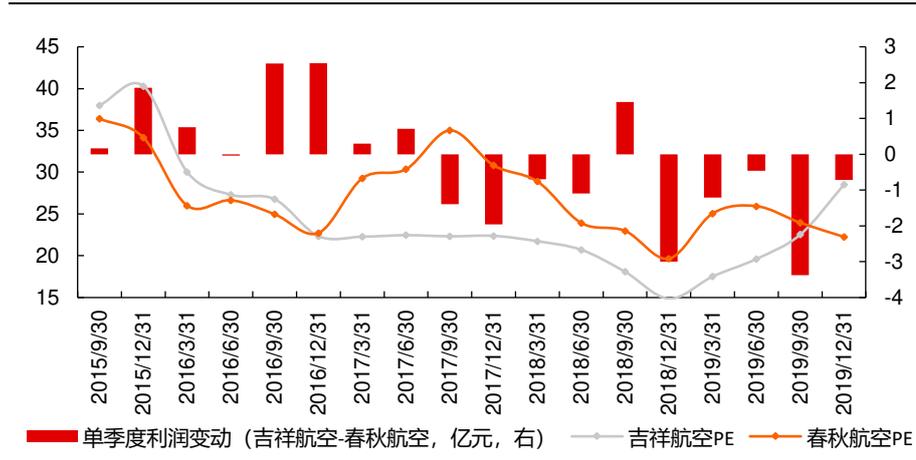


资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 投资建议：α 与 β 共振，盈利加速上行

商业模式的差异以及企业家风格的不同，使得吉祥航空的盈利曲线是跳跃式的，而非稳健线性的增长，盈利加速度的过程相较春秋航空更具魅力，同时估值溢价显著，也给公司带来迥异的投资节奏：行业亟待反转、自身产能后周期的过程中买入，更有望享受公司盈利加速上行的红利，收获业绩以及估值双重弹性释放的魅力。

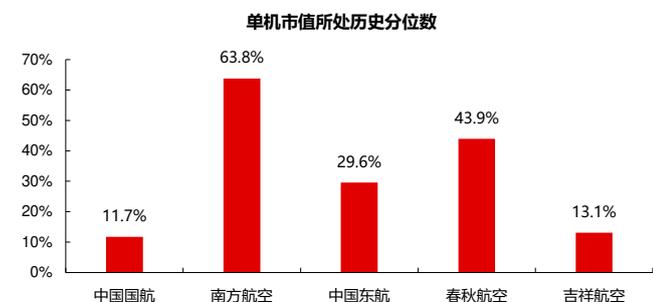
图 79：相较春秋航空，吉祥航空的估值溢价发生在盈利加速上行的过程中



资料来源：Wind，长江证券研究所

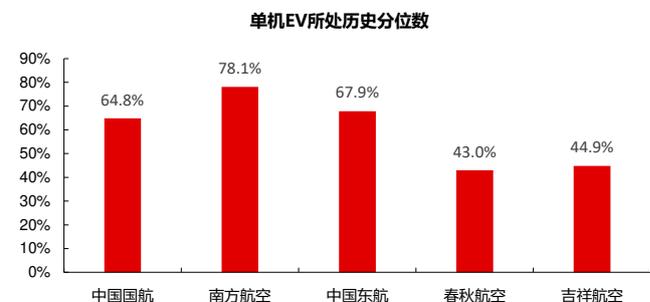
对于吉祥航空，当下或许正是最好的时刻。考虑公司 α 与 β 共振，盈利有望上行加速度，乘势而起恰在当下：1) 立足一二线，收益具备竞争优势；2) 民营底色，兼具收益与效率；3) 发力远程国际市场，更具向上弹性；4) 资本开支后周期，利用率显著提升；5) 资本开支放缓，财务费用逐步减负；6) 行业供给长期收紧，需求趋势向好，成本确定性改善，β 亟待反转。预计 2024-2026 年公司归属净利润分别为 10.3 亿元、22.0 亿元以及 29.0 亿元，对应 PE 估值分别为 32、15 以及 11 倍，给予公司“买入”评级。

图 80：2024 年 10 月底，吉祥航空单机市值所处历史分位数较低



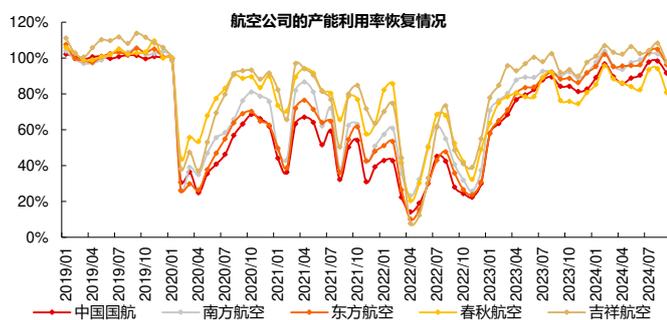
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（注：2007 年至今）

图 81：2024 年 10 月底，吉祥航空单机 EV 所处历史分位数较低



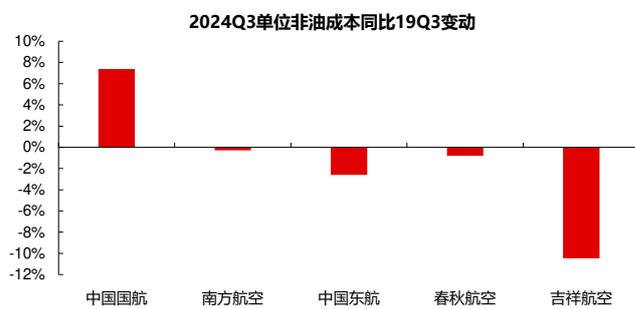
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（注：2007 年至今）

图 82: 吉祥航空产能利用率恢复水平行业领先



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 83: 24Q3 吉祥航空单位非油成本相较 19Q3 大幅下降



资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 风险提示

- 1、宏观经济波动。出行需求分为 B 端和 C 端，B 端需求衍生于经济活动，C 端需求依赖于居民消费，宏观经济波动会影响需求。
- 2、油价大幅上涨，人民币大幅贬值。油价是运输成本的重要来源，若油价在短期内大幅上行，将引致航空公司盈利承压。若人民币兑美元的汇率大幅贬值，则会导致航司的财务费用大幅上涨，导致盈利承压。
- 3、资本开支风险：1) 波音空客产能恢复超预期：海外市场生产经营趋于恢复，若波音与空客产能恢复超出市场预期，则供给交付进度有望加快；2) 国内航司收购海外破产航司，或低价收购飞机：经营逐步修复后，国内航司若收购海外剩余运力，运力存在短期迅速进入国内市场的可能性。
- 4、盈利预测不及预期风险：航空行业利润影响因素较多，除行业自身供需因素外，布伦特油价以及人民币兑美元汇率波动，均影响行业盈利，因此存在公司盈利预测不及预期的风险。

表 9：公司收入与利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形			悲观情形		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	217.9	246.6	268.5	213.5	234.2	252.4
—yoy	8.4%	13.2%	8.9%	6.3%	9.7%	7.8%
毛利率	14.08%	19.11%	21.12%	13.1%	17.1%	19.1%
归属净利润	10.3	22.0	29.0	9.8	18.5	23.2
—yoy	37.08%	113.76%	31.79%	30.2%	89.0%	25.5%

资料来源：Wind，长江证券研究所



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
 P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
 P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
 P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
 P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。