

负债端稳步改善，双轮战略布局渐入红利释放期

2025 年 08 月 26 日

► **2025 年 8 月 22 日公司发布 2025 年中报：**2025H1 公司营业收入 111 亿元，同比+1.0%，归母净利润 5.1 亿元，同比+3.3%，扣非归母净利润 4.1 亿元，同比-14.3%；2Q25 公司营业收入 53.4 亿元，同比+2.1%，归母净利 1.6 亿元，同比+36%，扣非归母净亏 1.45 亿元，同比+41%。2025Q2 国内线价格同比降幅收窄，我们测算公司整体客收同比下降 2.9%、座收同比基本持平，ASK 同比+2%带动客运收入同比+2%，油价下降对冲因飞机停场造成的单位非油成本上涨，净利率同比+0.7pct。

► **25Q2 油价下降抵消飞机停场带来的非油成本上涨，运力集中投在高收益航线有助于公司客收跑出相对收益。**2025H1 公司整体机队在册和可用利用率相差 18%，普惠发动机送修造成 A320 机型在在册和可用利用率相差 28%，是拖累公司利用率主因。利用率差异导致 **1) 成本端：**25Q2 国内航油出厂价同比-17%，公司单位燃油（同比-25.7%）和单位非油成本（同比+23.5%）一降一升相互抵消，使得 25Q2 单位总成本表现平稳，同比+4.3%；**2) 收入端：**减少运力投放或推动运力向高收益航线集中，我们测算 25Q2 公司整体客收同比-2.9%，航班管家显示 25Q2 国内票价同比-3.9%；同时公司国内客座率同比+3.2pcts、环比+1.0pct，亦受益运力结构优化。

► **国际长航线规模化运营渐入佳境，客座率改善明显，为公司中长期盈利能力提升积蓄力量。**2023 年至今公司新增多条国际长航线，以往新增航线有助于淡季消纳宽体机运力，随着公司长航线运行资源和客源逐渐成熟，宽体机队在未来有望从成本中心转为收益中心。25Q2 公司国际线客座率为 81.0%，环比+4.9pcts、同比+4.6pcts，接近 2019 年赫辛基长航线开通前的较高水平；此外 B787 机型在在册飞机利用率达到历史新高的 14.0 小时，同比提升明显，显示出长航线规模化运行对宽体机队利用率的提升。我们预计公司经营业绩将受益于新增长航线，建议关注国际线经营表现。

► **25H1 九元航空盈利表现稳健，期待飞机恢复交付重拾增长。**25H1 九元航空营收 21.7 亿元，同比基本持平，净利润 2.3 亿元，同比+8.2%。上半年九元航空接收 1 架 737max，公司年报披露 2025-2027 年九元计划接收 1/6/6 架 B737 机型飞机，B737 恢复交付有助于九元航空进一步发挥低成本模式优势，同时重拾业务增长。

► **财务费用持续改善，关注普惠发动机送修进展。**25H1 公司继续推动租赁飞机回购，我们建议继续关注负债端改善进程。Planespotters 显示截至 2025 年 8 月 23 日公司共 18 架 A320 系列飞机停场，我们认为与普惠发动机送修有关。从 25H1 盈利看，油价同比下降使得发动机送修对 2025 年业绩影响可控，随着 2023 年开始的维修问题逐渐解决，公司盈利能力得到修复，关注公司普惠发动机送修进度。

► **投资建议：**继续看好行业恢复环境下公司盈利相较行业更快修复。我们维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 16.7/22.9/27.6 亿元，当前吉祥航空股价对应 2025/2026/2027 年 17/12/10 倍市盈率。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**公商务需求恢复不及预期；油价大幅上涨；人民币汇率波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	22,095	23,204	24,802	26,726
增长率 (%)	9.9	5.0	6.9	7.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	914	1,670	2,288	2,756
增长率 (%)	17.5	82.7	37.0	20.5
每股收益 (元)	0.42	0.76	1.05	1.26
PE	30	17	12	10
PB	3.1	2.7	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

12.76 元


分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@mszq.com

分析师 张晓瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@mszq.com

研究助理 陈佳裕

执业证书：S0100124110008

邮箱：chenjiayu@mszq.com

相关研究

1. 吉祥航空 (603885.SH) 2024 年年报点评：战略布局渐显成效，分红回购提升投资者信心 -2025/04/24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	22,095	23,204	24,802	26,726
营业成本	18,978	19,453	20,284	21,622
营业税金及附加	21	25	26	29
销售费用	781	808	863	930
管理费用	507	487	496	535
研发费用	60	70	74	80
EBIT	2,560	3,398	4,165	4,723
财务费用	1,464	1,251	1,222	1,177
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	-3	-3	-4
营业利润	1,098	2,156	2,953	3,556
营业外收支	100	-3	-3	-3
利润总额	1,199	2,153	2,950	3,553
所得税	285	466	639	769
净利润	914	1,687	2,311	2,784
归属于母公司净利润	914	1,670	2,288	2,756
EBITDA	6,025	7,010	8,188	9,265

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,360	2,179	3,836	2,798
应收账款及票据	495	766	818	882
预付款项	493	486	507	541
存货	280	216	225	240
其他流动资产	1,946	3,408	3,577	3,780
流动资产合计	4,573	7,055	8,964	8,241
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	15,433	15,384	15,362	15,439
无形资产	170	170	170	170
非流动资产合计	43,233	42,881	45,015	46,978
资产合计	47,806	49,936	53,980	55,219
短期借款	9,810	9,310	8,810	7,810
应付账款及票据	1,938	1,891	1,972	2,102
其他流动负债	7,362	6,739	6,627	6,308
流动负债合计	19,109	17,940	17,409	16,219
长期借款	3,991	3,741	3,491	2,991
其他长期负债	15,819	17,819	19,587	20,766
非流动负债合计	19,810	21,559	23,077	23,756
负债合计	38,919	39,500	40,486	39,976
股本	2,199	2,184	2,184	2,184
少数股东权益	-13	4	27	55
股东权益合计	8,887	10,437	13,493	15,243
负债和股东权益合计	47,806	49,936	53,980	55,219

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.95	5.02	6.88	7.76
EBIT 增长率	2.09	32.69	22.60	13.38
净利润增长率	17.52	82.66	37.02	20.46
盈利能力 (%)				
毛利率	14.11	16.17	18.22	19.09
净利润率	4.14	7.20	9.23	10.31
总资产收益率 ROA	1.91	3.34	4.24	4.99
净资产收益率 ROE	10.27	16.01	16.99	18.15
偿债能力				
流动比率	0.24	0.39	0.51	0.51
速动比率	0.15	0.30	0.42	0.40
现金比率	0.07	0.12	0.22	0.17
资产负债率 (%)	81.41	79.10	75.00	72.40
经营效率				
应收账款周转天数	8.07	9.78	11.50	11.45
存货周转天数	5.01	4.59	3.92	3.88
总资产周转率	0.47	0.47	0.48	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.76	1.05	1.26
每股净资产	4.07	4.78	6.17	6.95
每股经营现金流	3.53	2.13	3.47	3.94
每股股利	0.19	0.35	0.47	0.57
估值分析				
PE	30	17	12	10
PB	3.1	2.7	2.1	1.8
EV/EBITDA	10.01	8.61	7.37	6.51
股息收益率 (%)	1.49	2.71	3.71	4.47

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	914	1,687	2,311	2,784
折旧和摊销	3,465	3,613	4,022	4,542
营运资金变动	1,576	-2,090	-41	-13
经营活动现金流	7,717	4,656	7,581	8,606
资本开支	-956	-1,299	-1,818	-2,345
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-956	-1,296	-1,822	-2,348
股权募资	0	0	0	0
债务募资	657	1,133	-1,000	-2,000
筹资活动现金流	-6,776	-2,542	-4,102	-7,296
现金净流量	-11	818	1,658	-1,038

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048